

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

Ekonomická fakulta

KATEDRA FINANCÍ

**Komparativní analýza současné finanční krize a Grúnderské krize
z 19. století**

Comparative analysis of the current financial crisis and the Grúnder crisis in 19th century

Student: Bc. Nikol Incédi

Vedoucí diplomové práce: Ing. Karel Hlaváček, Ph.D.

Ostrava 2011

VŠB - Technická univerzita Ostrava

Ekonomická fakulta

Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Nikol Incédi**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Specializace: 00 Finance

Téma: Komparativní analýza současné finanční krize a Grúnderské krize z 19. století

Comparative analysis of the current financial crisis and the Grunder crisis in 19th century

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teorie finančních krizí
3. Vývoj světové finanční krize v letech 2008 - 2009
4. Komparativní analýza současné finanční krize a Grúnderské krize z 19. století
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Praha: Grimmus, 2009. 160 s. ISBN 978-80-902831-1-4.

KOHOUT, P. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 224 s. ISBN: 978-80-247-3199-5.

SHILLER, R. J. *Investiční horečka*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 296 s. ISBN: 978-80-247-2482-9.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Karel Hlaváček, Ph.D.**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 14.04.2011

podpis

.....

Děkuji panu **Ing. Karlu Hlaváčkovi, Ph.D.** za odborné vedení, cenné rady a podněty k této diplomové práci.

Obsah

| | |
|---|-----------|
| 1. Úvod | 3 |
| 2. Teorie Finančních krizí..... | 4 |
| 2.1 Finanční krize jako pojem | 4 |
| 2.2 Typologie finančních krizí | 5 |
| 2.3 Příčiny finančních krizí | 9 |
| 2.3.1 Příčiny měnové krize | 9 |
| 2.3.2 Příčiny bankovní krize | 10 |
| 2.3.3 Příčiny dluhové krize | 11 |
| 2.3.4 Příčiny krize na trzích aktiv | 11 |
| 2.3.5 Příčiny systemické krize | 12 |
| 2.4 Důsledky finančních krizí | 12 |
| 2.4.1 Hospodářské důsledky | 12 |
| 2.4.2 Sociální důsledky | 13 |
| 4.5 Společný vzorec krizí..... | 14 |
| 2.6 Všeobecné řešení krizí | 14 |
| 2.7 Modely finančních krizí | 15 |
| 2.7.1 Krugmanův model první generace | 16 |
| 2.7.2 Modely druhé generace | 17 |
| 2.7.3 Modely měnové krize třetí generace | 17 |
| 2.7.4 Modely čtvrté generace | 18 |
| 2.8 Prognózy finančních trhů | 18 |
| 2.8.1 Psychologická analýza..... | 18 |
| 2.9 Závěr kapitoly | 20 |
| 3. Vývoj světové finanční krize v letech 2008 - 2009 | 22 |
| 3.1 Průběh krize a co jí předcházelo | 22 |
| 3.2 Zadlužení Spojených států amerických vs vznik krize | 26 |
| 3.3 Vliv finanční krize na akciové trhy | 33 |
| 3.4 Sekuritizace jako jedna z příčin finanční krize | 39 |

| | |
|--|-----------|
| 3.4.1 Pojem sekuritizace..... | 40 |
| 3.4.2 Systém ABS..... | 41 |
| 3.4.3 Význam ratingových agentur..... | 43 |
| 3.5 Srovnání Velké hospodářské krize 30. let a současné krize..... | 44 |
| 3.6 Závěr kapitoly..... | 46 |
| 4. Komparativní analýza současné finanční krize a Grúnderské krize z 19. století | 48 |
| 4.1 Matka všech krizí: Grúnderská krize..... | 48 |
| 4.1.1 Vývoj Rakouska před krizí..... | 48 |
| 4.1.2 Průběh Grúnderské krize..... | 51 |
| 4.2 Komparace vybraných krizí..... | 57 |
| 4.2.1 Svět v 19. století..... | 59 |
| 4.2.2 Svět od 20. století..... | 60 |
| 4.2.3 Úloha rakouské centrální banky v 19. století..... | 61 |
| 4.2.4 Úloha americké centrální banky od 20. století..... | 61 |
| 4.2.5 Systém měnových kurzů v 19. století..... | 62 |
| 4.2.6 Systém měnových kurzů od 20. století..... | 62 |
| 4.2.7 Příčiny vybraných krizí..... | 63 |
| 4.2.8 Důsledky vybraných krizí..... | 64 |
| 4.3 Závěr kapitoly..... | 65 |
| 5. Závěr..... | 67 |
| Seznam literatury..... | 71 |
| Seznam zkratk a symbolů..... | 79 |
| Prohlášení o využití výsledků diplomové práce..... | 80 |
| Seznam schémat, tabulek a grafů..... | 81 |

1. Úvod

O ekonomice se toho dozvíme daleko více, když projevuje svou slabost, než když je v plné síle. Lidé nejsou schopni stoupat nepřetržitě vzhůru a nechybovat. Krize, ať už v podobě osobní, či lidské, budou stále. Vztah mezi vzestupem a pádem je takový, že se neustále doplňují a možná i potřebují.

Dnes bychom si jen stěží dokázali představit další vývoj ekonomiky bez zásahu státní pomoci. Současná finanční krize propukla v nejvýznamnější zemi vyspělé části světa, tedy ve Spojených státech amerických. Díky ní tak došlo k výrazné vlně znárodňování a náhlému nárůstu vlivu státu v tržní ekonomice.

Cílem diplomové práce je provést komparativní analýzu současné světové finanční krize v letech 2008 – 2009 a Gründerské krize z 19. století, která vznikla v Rakousku a v Německu. Pomocí metod dedukce a komparace budou vybrané krize analyzovány.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první kapitola je úvod a pátá závěr. Druhá kapitola nazvaná teorie finančních krizí se nejdříve věnuje pojmu finanční krize. Dále jsou blíže popsány jednotlivé druhy krizí, a to od měnové po systemickou. Následují příčiny, důsledky, společný vzorec, řešení, dopady a modely finančních krizí, včetně prognózy finančních trhů.

Další kapitola nejprve popisuje průběh současné světové finanční krize. Dále je popsána zadluženost Spojených států amerických a vliv finanční krize na akciové trhy. Následuje popis sekuritizace dluhů a je ve stručnosti provedeno srovnání s krizí ve 30. letech 20. století.

Předposlední kapitola nejdříve popisuje stav Rakouska před krizí a vývoj Gründerské krize v 19. století. Následuje komparace vybraných krizí, přičemž je srovnán vývoj světa, úloha centrálních bank a systém měnových kurzů, a to vždy zvlášť pro 19. a od 20. století. Nakonec jsou shrnuty a roztrženy společné i rozdílné příčiny a důsledky vybraných krizí.

2. Teorie Finančních krizí

Prudký rozvoj teorie finančních krizí spadá převážně do posledních dvaceti let. Tato kapitola se nejdříve věnuje pojmu finanční krize, jelikož je zapotřebí nejdříve pochopit význam tohoto výrazu, který provází celou diplomovou práci. Dále jsou popsány jednotlivé druhy krizí, a to od měnové po systemickou. Následují příčiny, důsledky, společný vzorec, řešení a modely finančních krizí, včetně prognózy finančních trhů.

2.1 Finanční krize jako pojem

Výraz finanční krize lze číst v tisku či slyšet ve zpravodajství několikrát denně. Ovšem ti, kteří tento výraz používají, jej v jádru myslí mnohdy odlišně. Bylo vybráno pár názorů na tuto problematiku.

Dle profesora ekonomie na Columbia University Frederica Mishkina lze finanční krizi definovat následovně. "Finanční krize představuje poruchu na finančních trzích, při které se problémy nepříznivého výběru a morálního hazardu stávají hůře překonatelnými. Jako přímý důsledek těchto problémů vzniká neschopnost finančních institucí plnit jednu ze svých základních funkcí, efektivní transfer peněžních prostředků od těch, kteří je vlastní, k těm, kteří mají zájem investovat." [1]

Bordo definuje finanční krizi jako „... změnu v očekávání z důvodu obavy z úpadku finančních institucí, směřující ke konverzi reálných a nelikvidních aktiv do peněžní formy ...“. [2]

Podle Inny Sarkisyan finanční krize znamená situaci spojenou s odlivem kapitálu ze země. Nejvíce na ni doplácí státy, pro které jsou typické špatná rozpočtová situace, velké zadlužení a málo pružný nebo fixovaný měnový kurz. [16]

Autoři finančního slovníku vymezují finanční krizi jako „... krizi státních financí za kapitalismu. Spočívá v tom, že stát není schopen hradit své závazky úvěrem. Finanční krize může být rovněž průvodním jevem krize peněžní, resp. krize úvěrové. Někdy se jí rozumí rovněž krize peněžně úvěrová ...“. [3]

Kalifornský profesor ekonomie Barry J. Eichengreen při své definici používá metafor. "Krizе jsou pro finanční systém totéž, co infarkt pro kardiovaskulární systém. Nejdůležitější orgány začnou fungovat nevypočitatelně, v extrémních případech selžou úplně. Díky tomu se ve zbytku organismu přeruší oběh krve, v případě finančního systému se jedná o úvěry.

Pokud je atak méně závažný a pacient zdravý, může se plně zotavit. Atak v tomto případě znamená hlavně signál, že je třeba změnit životní styl. Prudký záchvat si však může vyžádat mnohem vážnější zásahy. V případě finančního systému může dojít k devalvaci měny nebo restrukturalizaci dluhu." [4]

2.2 Typologie finančních krizí

Existuje typologie finančních krizí, kdy lze v zásadě rozlišit krizi měnovou, bankovní, dluhovou, na trzích aktiv a systemickou.

Měnová krize (currency or exchange rate crisis)

Při měnové krizi dochází k náhlému a neočekávanému oslabení kurzu domácí měny. Tento druh krize se projevuje v systému pohyblivého kurzu jako výrazná deprecie nominálního kurzu. V systému pevného kurzu je vynucena devalvace domácí měny spekulativním útokem na směnný kurz anebo je centrální banka donucena kurz bránit. Měnová krize se může projevit buď devalvací nebo depreciací, ale rovněž jevy, které doprovázejí úspěšnou obranu kurzu (např. výrazné zvýšení úrokových sazeb). Investoři se následně uchylují k zahraničním, stabilnějším měnám. Čistá podoba měnových krizí, bez dluhových či bankovních problémů je dosti vzácná. Důsledky měnové krize nejsou tak závažné pro veřejné finance jako u krizí bankovních. Recese vzniklé díky měnové krizi byly například: v roce 1994 hospodářská krize v Mexiku, v roce 1997 Asijská finanční krize, v roce 1998 finanční krize v Rusku či Argentinská hospodářská krize (1999-2002).

Bankovní krize (banking crisis)

Bankovní krize bývá spojena právě s krizí měnovou, kdy investoři z obav před nestabilní měnou a neschopností bank plnit závazky hromadně vybírají úspory a odcházejí z daného trhu. Bankovní krize se může projevit jak krachem insolventních bank, tak rovněž stavem, kdy takto postižené banky zachraňuje vládní zásah či pomoc centrální banky. Například krize 1987 v USA, která se týkala úvěrů a vkladů, Československá bankovní krize mezi lety 1923 až 1925, Chilská krize 1982-1983, bankovní krize v severských zemích o pár let později (Lotyšsko 1995, Norsko 1988-1991) a hypoteční krize 2007 v USA. Bankovní krize často mívají vysoké fiskální náklady, mnohdy překračují 20 % objemu HDP a vedou k náhlému vzrůstu veřejného dluhu.

Dluhová krize (credit or debt crisis)

Dluhové krize lze rozdělit na externí a interní. Externí dluhová krize znamená neschopnost země splácet zahraniční dluh (např. Mexiko 1982 a 1995, Rusko 1998, Argentina 2001). Jestliže není schopna vláda splácet zahraniční dluh (častý případ v rozvojových zemích), používá se označení „sovereign default“. V případě, že své zahraniční dluhy nesplácí zadlužené soukromé firmy či banky, je tato situace rovněž označována jako vnější dluhová krize (např. jihoamerická dlužnická krize v 80. letech 20. století).

Jako interní dluhovou krizi lze označit případy, kdy se projevuje stálá vnitřní předluženost ekonomik, platební neschopnost podniků a nárůst klasifikovaných úvěrů. Tento druh dluhové krize pak obvykle vede k zamrznutí úvěrového trhu, a to s negativními důsledky pro reálnou ekonomiku. Vládní finanční injekce mohou problém skrýt, avšak vést k jeho chronicitě (např. Japonsko v 90. letech). [5]

Krize na trzích aktiv (crisis in the asset markets)

Bubliny na trzích aktiv vyjadřují situaci, kdy se cena aktiva (nemovitost, akcie, měnový kurz, komodita, atd.) značně vzdaluje od své fundamentálně podložené hodnoty. Krize na trzích aktiv vyjadřují splasknutí spekulativních bublin, a to buď na akciových, nemovitostních, či na jiných trzích. Cenu aktiva lze rozdělit na složky, které vyplývají buď z fundamentálních či nefundamentálních faktorů (např. euforie). Rozpoznání bubliny je o to komplikovanější, jsou-li značnou součástí růstu cen aktiv právě faktory nefundamentální, neboť nejsou přímo měřitelné. Nepřiměřená politika centrální banky (např. politikou „levných peněz“) či vlád (škodlivým deficitním financováním) může rovněž přispět ke vzniku bublin.

Empirický výzkum potvrzuje, že splasknutí bublin na nemovitostním trhu na rozdíl od bublin na trhu akciovém znamená vážnější dopady pro reálnou ekonomiku. Účinky, které pramení z neočekávaného splasknutí bublin na nemovitostním trhu, vytvářejí vyšší ztráty výstupu a trvají průměrně delší dobu (přibližně 4 roky), než je tomu u akciového trhu (cca 1,5 roku). Je-li bankovní sektor dané země či regionu více exponovaný skrze úvěry zajištěné nemovitostmi (situace většiny evropských zemí), tak splasknutí bubliny právě na trzích nemovitostí znamená závažnější hrozbu pro finanční stabilitu daného území. Příkladem krize na trzích aktiv byla internetová bublina v roce 2001 či realitní v roce 2008. [2]

Systemická krize (systemic crisis)

Tento typ krize obsahuje projevy všech nebo většiny krizí měnových, bankovních a dluhových, a to s různou vzájemností. Příkladem tohoto typu krize je Mexiko (1995), JV Asie (1997), Rusko (1998), Brazílie (1999), Argentina (2001-2002) a současná finanční krize. Systemická krize je znázorněna ve schématu 1.

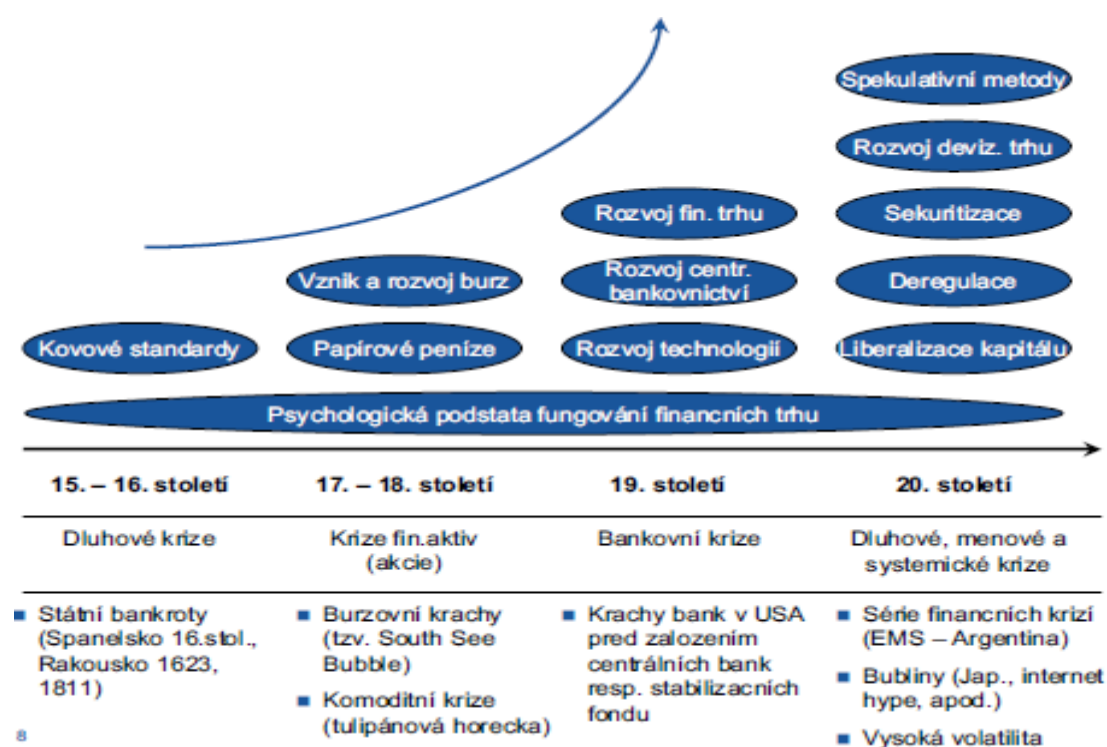
Schéma 1: Systemická krize



Zdroj: [5]

Ing. Martin Záklasník, Ph.D. uvedl dne 25.04.2008 v Brně v diskusním příspěvku výzkumného kroužku ekonomického centra PEF velmi hezky provedený náskres historie finančních krizí, který je v této práci vyobrazen jako schéma 2. Jednotlivé typy krizí jsou zde rozděleny dle století, ve kterém vznikly, trvaly a jejich znaky.

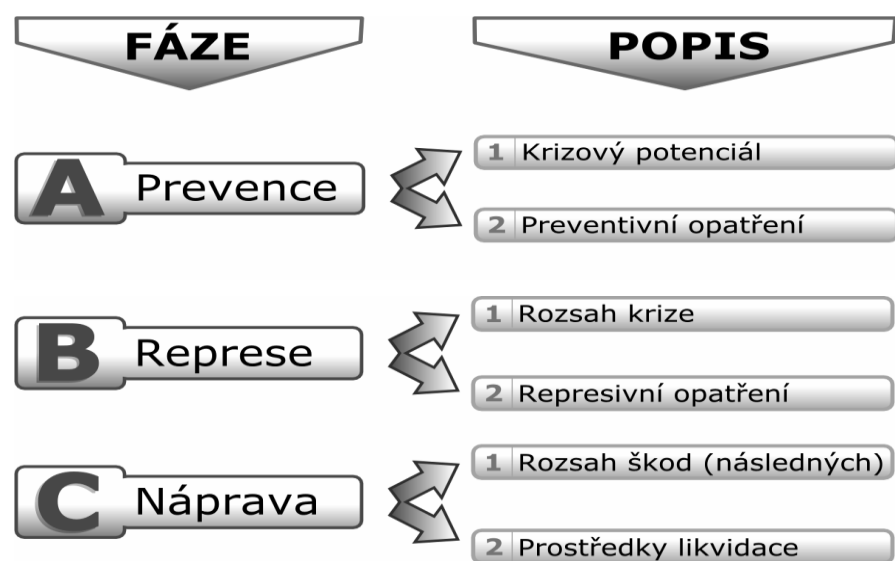
Schéma 2: Historie finančních krizí



Zdroj: [18]

V jednotlivých fázích řešení krizí se popisují skutečnosti, které jsou zobrazeny ve schématu 3.

Schéma 3: Popis krizových jevů



Zdroj: [6]

2.3 Příčiny finančních krizí

Každá finanční krize má svá specifika, příčiny, důsledky a způsob řešení. Tato část je zaměřena na to, proč finanční krize vznikají. Zprvu budou popsány obecné příčiny vzniku krizí, dále původ finančních krizí dle již výše zmíněné typologie.

Mezi všeobecné důvody vzniku hospodářských krizí patří jednak makroekonomické příčiny, kdy máme na mysli dlouhodobou akumulaci globálních nerovnováh či uvolněné měnové politiky, které udržují velmi nízké úrokové sazby po dlouhou dobu. Původ krize může souviset rovněž s dohledem nad finančním trhem ve smyslu málo schopného, mnohdy rozptýleného a neprozíravého dohledu a s podceněnými riziky, které souvisejí s finančními inovacemi. Etické, politické či psychologické problémy mohou též zapříčinit vznik krize, a to ať se jedná o porušování zásad, podcenění potenciálních rizik, zájem na stimulaci růstu, či nedbalost, hamižnost, naivitu a další.

2.3.1 Příčiny měnové krize

Za měnovou krizí mohou stát následující fundamentální faktory. Jedná se o ukazatele, které vykazují rozdílné chování v předkrizovém (zhruba 2 roky před krizí) a „klidném“ období.

Reálně nadhodnocená měna

Reálně nadhodnocenou měnou chápeme odchylky reálného měnového kurzu v předkrizovém období ve srovnání s trendem v „klidném“ období. Reálné zhodnocování kurzu je zapříčiněno vysokou domácí inflací oproti zahraničí, protože reálné nadhodnocení kurzu se děje v systému fixního nominálního kurzu. Vysoká inflace vede i k vysokým nominálním úrokovým sazbám a podporuje příliv zahraničního kapitálu.

Nepříznivý vývoj obchodní bilance

Nepříznivý vývoj obchodní bilance je spojen s tím, že export (vývoz) má klesající tempa růstu a import (dovoz) před krizí nezpomaluje.

Nedostatečně vysoké měnové rezervy

Nedostatečně vysoké měnové rezervy jsou dány v relativním vyjádření jako poměr peněžní zásoby (M2) k rezervám. Peněžní zásobou M2 se rozumí vklady na běžných účtech spolu s vklady na termínovaných účtech. S růstem tohoto poměru jsou bankovní aktiva méně kryta měnovými rezervami a tudíž dostání závazků vůči zahraničí je obtížnější.

Další možné indikátory:

- příliv zahraničního kapitálu a expanzivní měnová politika stimulují úvěrové možnosti,
- zpomalení růstu HDP nebo průmyslové produkce v období před krizí,
- zvyšování světových úrokových sazeb v předkrizovém období.

[53]

2.3.2 Příčiny bankovní krize

Bankovní krize může vzniknout z následujících příčin:

Nepřiměřené poskytování úvěrů a nesolventnost bank

Nepřiměřené poskytování úvěrů bývá spojeno s tím, že nadměrně zadlužení klienti nesplácejí své půjčky ve stanovených splatnostech. Nesolventnost bank pak souvisí s velkým množstvím rizikových úvěrů v portfoliích bank, které nejsou spláceny.

Regulace a dohled nad bankovním systémem

Nedostatečná či přílišná regulace a dohled může rovněž stát za vznikem bankovní krize. V rámci regulace nově existuje tzv. Basel III (v minulosti Basel I a II), jehož cílem je snížit pravděpodobnost krizí prostřednictvím zpřísnění požadavků na kapitálovou přiměřenost a na kvalitativní elementy řízení bank. Kapitálová přiměřenost patří mezi základní nástroje regulace bank a je významným ukazatelem jejich stability. Vyjadřuje minimální výši kapitálu, kterou je banka povinna udržovat vzhledem k objemu a rizikovosti svých obchodů.

Krize ratingových agentur

Selhání ratingových agentur je typické pro současnou finanční krizi. V poslední době při ohodnocování inovativních finančních nástrojů, někdy i klasických instrumentů (např.

dluhopisy islandských bank) ratingové agentury selhaly. Tématu sekuritizace je věnována část třetí kapitoly.

Další možné příčiny:

- hromadné výběry vkladů z bank,
- krachy bank nebo pomoc vlád či centrálních bank při záchraně bankrotujících bank.

2.3.3 Příčiny dluhové krize

Externí dluhové krize jsou dány neschopností vlády či soukromého sektoru splácet zahraniční dluh. Mezi příčiny interní krize dluhové patří například chronická vnitřní předluženost ekonomik, platební neschopnost podniků či nárůst objemu klasifikovaných úvěrů, které mohou vyústit až do bankovní krize.

2.3.4 Příčiny krize na trzích aktiv

Příčiny krizí na trzích aktiv mohou být tyto:

Nízké úroky a levné peníze

Jsou-li do ekonomiky vlévány levné peníze či snadno dostupné hypotéky, nemusí být schopna je vstřebat. Jestliže existuje dostatek investičních projektů, jsou prostředky vynaloženy na rozšiřování výrobního potenciálu (např. budování prodejní sítě, stavba nových výrobních kapacit). V důsledku tohoto roste rovněž produkce (nabízené výrobky a služby). Pokud je takovýchto projektů málo, vznikají investiční projekty, jejichž důsledkem jsou cenové bubliny (např. akciové, nemovitostí nebo komoditní).

Psychologie trhu a spekulativní nákupy

Cenové pohyby jsou mnohdy zesilovány nebo zeslabovány psychologií trhu. Podrobněji je tato problematika zpracována v části nazvané psychologická analýza, a to v rámci prognózy finančních trhů.

Vliv médií a publikovaných zpráv

Rovněž média a zveřejněné zprávy mohou ovlivnit trh aktiv. Může se jednat například o publikování nabídkových místo prodejních cen, o prezentaci pouhých výšečí cenového vývoje a ne o smysluplné grafy vývoje za další období. [54]

2.3.5 Příčiny systemické krize

Příčinami systemické krize jsou již výše uvedené příčiny krizí měnových, bankovních, dluhových a na trzích aktiv.

2.4 Důsledky finančních krizí

Finanční krize mohou jednak zapříčinit ztráty výstupu, špatnou alokaci a nevyužívání zdrojů. Dále vznikají fiskální a jiné výdaje, náklady na zabránění přenosu krize do jiných států. V důsledku finančních krizí klesají ceny aktiv a upadají finanční a nefinanční instituce. Nákladnější než krize měnové jsou krize bankovní, které zároveň bývají delší a prudší. Níže jsou uvedeny možné konkrétní podoby důsledků finančních krizí, a to jak hospodářské či sociální.

2.4.1 Hospodářské důsledky

Následky finančních krizí bývají v první řadě hospodářské. Ať se již jedná o růst zadluženosti států, zpomalení hospodářského růstu, růst nezaměstnanosti, pokles úrokových sazeb, inflaci či devaluaci.

Růst vládních výdajů

V současnosti je moderní tzv. stimulace ekonomiky vládními výdaji s cílem nastartovat ekonomický růst. Stát buďto peníze vybere na daních či si peníze půjčí a dochází tak k prohlubování státního dluhu. Peníze se tedy pouze přesunou z pravé kapsy do levé, a když se odečte neefektivita a korupce ve státním sektoru, pak je dlouhodobý celkový součet bezpochyby negativní.

Zpomalení či zastavení růstu HDP

Zpomalení nebo zastavení růstu HDP souvisí s tím, že podniky v důsledku finanční krize vyrábějí méně a domácnosti i stát méně utrácí.

Růst nezaměstnanosti

Zpomalení růstu HDP je spojeno rovněž s růstem nezaměstnanosti. Firmy se potýkají s nedostatkem zakázek a jsou tak donuceny snižovat náklady a propouštět zaměstnance.

Zlevnění úvěrů

V dobách recese světové centrální banky často snižují úrokové sazby, které s sebou nesou zlevnění úvěrů.

Inflace

Protože daně jsou vidět, tak vlády obírají obyvatele daleko elegantněji, a to díky inflaci. Inflace totiž ukraduje peníze z účtu neviditelně, protože reálná hodnota úspor klesá tempem inflace.

Devalvace

Nejen mnoho vlád a podnikatelů má za to, že devalvace může být schopna vytvářet pracovní příležitosti. Je tomu tak proto, že zlevní vyvážené zboží a zdraží dovážené. Proto devalvace může být účinným prostředkem k podpoře exportu, výroby a tedy produkce pracovních možností.

2.4.2 Sociální důsledky

Finanční krize nevyvolávají pouze hospodářské důsledky, ale rovněž sociální. Na běžné obyvatele padá tíha krizí v podobě například ztráty zaměstnání, sociálních škrťů, zdražování či nejistota a obavy, co se týče budoucnosti. Toto se může projevit nárůstem alkoholismu, sebevražd, depresí nebo rozvodovostí.

4.5 Společný vzorec krizí

Srovnáme-li nejen vybranou Gründerskou krizi z roku 1873 a současnou krizi z roku 2008, je možno nalézt opakující se vzorec chování trhu. Pavel Kohout ve své knize Finance po krizi toto velmi hezky vystihl:

- 1. Krizi předchází úvěrová expanze.** V minulosti bývala mnohdy zapříčiněna přílivem zlata do ekonomiky, nyní expanzivní politikou centrálních bank či neúměrným přílivem zahraničních investic.
- 2. Když expanduje objem úvěrů, expanduje i objem špatných úvěrů.** Toto tvrzení by se dalo nazvat „železný zákon expanzivní měnové politiky“. Přes technický pokrok a úsilí o ustavičnou kontrolu kvality úvěrů jeho platnost trvá.
- 3. Při dosažení určité hladiny špatných úvěrů nastává bankovní krize.** Spouštěčem může být v podstatě cokoliv, ať už se jedná o problémy s měnovou politikou, politický otřes či nepředvídané snížení akciových indexů. Nebo bankovní krize může vzniknout neočekávaně, bez patrné příčiny.
- 4. Jak reagují bankéři na zprávu o bankovní krizi?** Dalo by se to přirovnat k farmáři, který když zjistí, že mu utekli ze stáje koně, tak ihned zavře vrata. Banky reagují na nárůst špatných úvěrů restrikcí nově poskytovaných. Toto stíží podmínky i u jinak zdravých firem. V takovýchto situacích může nebo musí zasahovat centrální banka.
- 5. Následuje hospodářská recese,** která je dle okolností více či méně hluboká.

Podobnost výše uvedeného mechanismu je obdivuhodná, jelikož uvedených pět bodů se již mnohokrát opakovalo, rozdílný byl pouze čas a kultury. [11]

2.6 Všeobecné řešení krizí

Existují dva hlavní nástroje, které umožňují čelit recesím (resp. růstům). Zde řadíme fiskální a monetární politiku. Monetární politika je zcela v rukou centrálních bank a ty

mnohdy reagují na krizi snížením úrokových sazeb či poskytnutím likvidity. Fiskální politika, která je prováděna vládou, často uplatňuje právě v dobách recese expanzivní politiku cestou zvýšení vládních výdajů (např. znárodnění bank) nebo snížením daňové zátěže.

Dle Keynesiánců je vhodnější zvyšovat vládní výdaje, a to při stejné daňové zátěži. A to z toho důvodu, že výdajový multiplikátor¹ je vyšší než daňový. Výdajový multiplikátor je v realitě mnohem menší, než tomu ukazuje teorie. Proto moderní studie podporují raději snížení daní, a to hlavně, pokud je to neočekávané. Rovněž pokles daní působí rychleji a cíleněji než zvednuté vládní výdaje. Nedávná studie říká následující: „Ačkoli nejlepší fiskální politikou pro stimulaci ekonomiky se zdá být deficitně financované daňové škrty, rádi bychom zdůraznili, že toto tvrzení by nemělo být chápáno jako jejich schvalování,“ upozorňují Mountford a Uhlig. „Tato práce pouze zdůrazňuje, že neočekávané deficitně financované daňové škrty fungují pro krátkodobou stimulaci ekonomiky – nikoli, že jsou smysluplné. Výsledné zvýšené dluhové břemeno může mít dlouhodobé následky, které jsou daleko horší, než aby ospravedlnily krátkodobý nárůst HDP. Kromě toho překvapení trhu nemůže být v žádném případě dobrou politikou.“ [19]

Problémem ovšem je, který typ snížení daní funguje jako krátkodobý stimulátor nejlépe. Zda daně z příjmu, DPH, popřípadě daň z převodu nemovitosti.

2.7 Modely finančních krizí

Finanční krize jsou závažným problémem, proto se především ekonomové snaží vysvětlit jejich příčiny a podstaty. Existují modely první a druhé generace finančních krizí, které poprvé použili v 90. letech 20. století Eichengreen, Rose a Wyplosz. Tyto modely se vžily do povědomí a postupně jsou rozšiřovány o další generace.

Jednotlivé modely jsou odlišeny dle určení rozhodujících příčin jejich vzniku. Jelikož tyto příčiny jsou složitě propojeny, je zařazení daných modelů do jednotlivých generací mnohdy problematické, a to především u modelů třetí generace.

¹ Výdajový multiplikátor říká, o kolik se zvýší hrubý domácí produkt, pokud se výdaje rozpočtu zvýší o jednotku (jednu korunu, dollar, atd.). Multiplikátor daňový udává, o kolik se zvýší konečný produkt, jestliže poklesnou daně o jednotku.

2.7.1 Krugmanův model první generace

Jedná se o model měnové krize, který právě Krugman představil v roce 1979 ve svém článku, dále jej pak rozvíjel např. Charles Wyplosz, Robert P. Flood. Původní verze Krugmanova modelu vysvětluje vznik měnové krize, kterou označil jako model krize platební bilance (Model of Balance-of-Payment Crisis). Autor se zabýval okolnostmi, kdy vláda (centrální banka) není schopna či ochotna kurz nadále chránit. Tento moment podněcuje ke spekulacím, které jsou spojené s náhlými pohyby kapitálu. Tyto spekulace vyvolané ziskově orientovaným chováním investorů způsobí měnovou krizi ještě předtím, než se naprosto vyčerpají devizové rezervy. [5]

Krugman považuje za hlavní příčinu dlouhodobou nadměrnou měnovou expanzi, která je vynucená monetizací² rozpočtových schodků a spojená s úsilím zachovat pevný směnný kurz. Pokud je relativní míra návratnosti aktiv denominovaných jak v domácí tak zahraniční měně fixována pevným kurzem, pak oba typy aktiv drží investoři ve stejném poměru. Jestliže na začátku vznikají přesily nabídky domácích aktiv, potom investoři vyrovnávají svá portfolia jejich prodejem za měnu zahraniční. Centrální banka je tedy nucena zasahovat, a to užitím části svých devizových rezerv k udržení kurzu. Dlouhodobá neudržitelnost pevného kurzu vede ke spekulativním útokům a centrální banka čelí svými zásahy až do vyčerpání devizových rezerv. Nakonec je donucena opustit pevný kurz a přejít na plovoucí, při kterém měna náhle oslabí na odpovídající fundamentální hladinu. Typické je zde přestřelení kurzu.

Příčinou krize se tedy jeví nesprávná fiskální hospodářská politika (vleklé rozpočtové schodky) a monetární politika (monetizace těchto deficitů). Závěrem Krugmanova modelu finanční krize první generace je to, že finanční krize je možné předvídat. Poměrně dobrá predikční schopnost modelu se ukázala u finančních krizí v zemích, které se dlouhodobě potýkaly s inflací (např. Mexiko a Chile v 70. letech, Francie a Itálie počátkem 80. let). [5]

Model ovšem selhával při měnových krizích v zemích, kde předpokládané problémy fiskální a monetární nerovnováhy nebyly. Až měnová krize Evropského měnového systému vedla ke kritice a pozvolnému opuštění modelů první generace.

² Monetizace znamená převod v podstatě čehokoli do zákonných platebních hodnot. Jedná se buď o převody cenných papírů, zlata či emise státních bankovek.

2.7.2 Modely druhé generace

Druhá generace modelů měnové krize se rozvíjela v letech 1994 - 1997 a tvrdí, že měnová krize není následkem chybné vládní politiky, nýbrž spekulacemi proti pevnému kurzu. Spekulace může být vyvolána buď fundamentálně nesprávnou úrovní kurzu (např. Velká Británie) či očekáváním, že země nemá dostatek snahy nebo sil chránit pevný kurz (např. Francie).

Modely druhé generace jsou odlišné podle toho, co pokládají za hlavní kanál nákazy. Model Ozkan-Sutherland a model Gerlach-Smets spatřují jako příčinu krize propojení reálných ekonomik, a to mezinárodním obchodem. Obstfeldovy modely, které navazují na starší práci Roberta P. Flooda a Petera M. Garbera, za základ považují rostoucí propojení finančních trhů. [5]

2.7.3 Modely měnové krize třetí generace

Modely třetí generace je možno nalézt ve studiích provedených po roce 1997, protože se zabývaly zejména krizí asijskou. Snahou těchto modelů bylo vysvětlit tuto krizi jako měnovou, ale je zde již zjevné uznání souvislostí měnových a bankovních problémů. Nejedná se tedy čistě o modely měnové krize.

Dle Krugmana existují tři základní hypotézy o příčinách vzniku asijské finanční krize. První domněnka spatřuje jako hlavní důvod vzniku měnové krize nedostatek devizové likvidity. Tento předpoklad se vyskytuje v pracích Chang, Velasco (1999), Radelet, Sachs (1998). [51]

Další hypotéza pozoruje jako základní argument vzniku měnové krize v Asii insolventci. Důvodem platební neschopnosti jsou spekulativní činnosti podniků a bank, které jsou založené na morálním hazardu a krátkodobém financování zahraničních úvěrů. Práce Ronalda I. McKinnona a Huwa Pilla a model Giancarla Corsetti, Paula Pesenti a Nouriel Roubini navázaly na tuto hypotézu.

Třetí hypotéza označená jako „Balance sheet view of crises“ upozorňovala na mikroekonomické následky nečekané deprecie na majetkovou pozici firem a bankovních domů. [5]

2.7.4 Modely čtvrté generace

V modelech konstruovaných po roce 2000 se finanční krize již nechápe pouze jako krize měnová, ale uvažuje se více do šířky. Modely čtvrté generace se soustředí nejen na problémy měnové, ale i bankovní a dluhové. Typické pro tyto modely je to, že se snaží vysvětlit krizi v jihovýchodní Asii jako systematickou finanční krizi a ne již jako měnovou. Depreciace měnového kurzu tyto práce již nevnímají jako podstatu problémů, ale jako jednu z možných příčin.

2.8 Prognózy finančních trhů

Předpovědi finančních trhů jsou významné nejen pro investory, kterým můžou ušetřit dostatek peněz. Prognóza hledá faktory, které budou mít zásadní vliv na budoucím vývoji kurzů. Neznamená tedy jakési předurčení budoucnosti. Takovýchto faktorů existuje spousta, přičemž jejich význam je v čase rozdílný. Přírodní katastrofy či dopravní nehody se zřejmě předpovídat vůbec nedají. Naproti tomu změna ratingu země nebo vypuknutí krize někde na druhém konci planety se dají předpovídat pouze částečně. V dlouhodobém časovém horizontu tedy nelze dosahovat přesných předpovědí. Použitím statických metod či makroekonomických modelů však lze dosáhnout přesnosti blížíící se 100 %. Analýzy finančních trhů mohou vycházet ze tří základních typů analýz, kterými jsou: fundamentální, technická a psychologická analýza. Fundamentální analýza je nástrojem, díky kterého je možno analyzovat současný obchodní stav dané společnosti a její výhled do budoucna. Fundamentální analytik prognózuje rovněž vývoj ekonomiky jako celku a jednotlivých odvětví či firem. Cílem technické analýzy je předpovědět vývoj jak kurzů jednotlivých CP (ale i futures a úrokových produktů), tak celého trhu. Psychologické analýze je věnována níže uvedená podkapitola.

2.8.1 Psychologická analýza

Psychologická analýza vychází z předpokladu, že důležitým kurzotvorným faktorem jsou právě psychologické reakce investorů. Psychologické faktory však neovlivňují dlouhodobé trendy na finančních trzích. Mnoho investorů podléhá snadné argumentaci a podřizuje svou investiční strategii „davů“. Nakupují tehdy, když ostatní nakupují

a prodávají, když ostatní začnou rovněž prodávat. Naproti tomu je ale složité jít proti davu, vyjma Warrena Buffetta³. Lze rozlišit tyto základní teorie v rámci psychologické analýzy: Keynesova investiční psychologie, Kostolanyho burzovní psychologie, teorie hlučného obchodování a teorie bublin.

Keynesova investiční psychologie

Dle této teorie nelze v ekonomii dosáhnout matematické přesnosti a na pohyb akciových kurzů mají vliv subjektivní faktory. Toto Keynes prohlásil již roku 1936 ve své Obecné teorii zaměstnanosti, úroku a peněz. Keynes poprvé rozděluje trh, respektive investory na spekulanty a podnikavce. Spekulanti jsou ti, kteří uvažují pouze v krátkodobém investičním horizontu a trh dalo by se říci ničí. Dle této teorie jakmile spekulanti budou převažovat, finanční trh závažně poškodí. Naproti tomu podnikavci uvažují v delším časovém horizontu, snaží se o rozumné investování a je-li v jejich rukou většina CP, působí na trhy kladně.

Kostolanyho burzovní psychologie

Dle Kostolanyho existují různé kurzotvorné trendy pro dlouhé, střední a krátké období. V dlouhém období za hlavní faktory považuje vývoj hospodářství, jednotlivých odvětví, podniků, ve středním období úrokové sazby a rovněž likviditu na kapitálových trzích. V krátké době jsou změny kurzů dány psychologickými reakcemi publika. Dělí trh na hráče a spekulanty. V jeho teorii jsou naopak spekulanti těmi hodnými a investují středně a dlouhodobě. Pokud je velká část akcií majetkem spekulantů, pak je trh v pevných rukou (ještě dobrá varianta). Jestliže však ještě větší část je v jejich rukou, vzniká tzv. přeprodaný trh (oversold market). Hráči investují dle davu a pokud většinu vlastní právě oni, trh je v roztřesených rukou (hráčských). Když vlastní ještě větší část, pak je trh tzv. překoupený (overbought market) a náchylný ke zhroucení. Většina akcionářů může jednat emociálně a potom je snadné vyvolat paniku na trhu.

Teorie hlučného obchodování

Dle této teorie je nadměrná kolísavost a odchylky kurzu vyvolány dvěma skupinami investorů. První skupinou jsou sofistikovaní investoři, kteří mají velkou averzi k riziku

³ Warren Edward Buffett přezdíván jako Věštec či Zázrak z Omahy, je známý americký investor, obchodník a filantrop.

a pokud trh bude značně volatilní, nevstoupí na něj. Naproti tomu nesofistikovaní investoři (hluční), když jsou hodně hluční, tak vyplaší ty sofistikované investory a mohou se začít vytvářet bubliny.

Teorie bublin a teorie většího blázna

Je obvyklé, že vnitřní hodnota akcie v čase roste, ale když se začíná kurz výrazně odchylovat od VH, vytváří se bublina. Bublina splaskne, kurz spadne pod VH, je panika na trhu a otázka co dělat. Nakupování a prodeje ženou kurz nahoru, toto dovádí investory k chamtivosti, kdy chtějí vyhnat kurz ještě více nahoru jiným bláznům. Pokud se jim to podaří, jsou za ještě větší blázny a bublina splaskne. Lze jmenovat například Tulipánovou horečku v letech 1634 až 1637 a ČR v roce 2003.

2.9 Závěr kapitoly

Tato kapitola nejdříve vysvětlila pojem finanční krize dle vybraných autorů. Následovala typologie krizí, která finanční krize rozdělila na krizi měnovou, bankovní, dluhovou, na trzích aktiv a systemickou.

Mezi všeobecné důvody vzniku krizí patří makroekonomické, politické či etické příčiny a další. Reálně nadhodnocená měna, nepříznivý vývoj obchodní bilance nebo nedostatečně vysoké měnové rezervy mohou způsobit krizi měnovou. Bankovní krize může vzniknout díky nesolventnosti bank, regulaci a dohledu nad bankovním systémem. Chybná fiskální politika spojená s neschopností splácet rostoucí závazky může zapříčinit krizi dluhovou. Příčinami krize na trzích aktiv mohou být například nízké úroky, psychologie trhu či vliv médií. Systemická krize shrnuje uvedené příčiny předchozích krizí.

Existují hospodářské či sociální důsledky finančních krizí. Mezi hospodářské důsledky například patří růst vládních výdajů, zpomalení růstu HDP, růst nezaměstnanosti či zlevnění úvěrů. Sociální důsledky se mohou projevit nárůstem depresí, alkoholismu nebo rozvodovostí.

Dále se tato část diplomové práce zabývala modely finančních krizí, přičemž byly nastíněny modely první až čtvrté generace. Takovéto modely vznikají proto, že finanční krize jsou závažným problémem a ekonomové se snaží vysvětlit jejich příčiny a podstaty. Poslední část této kapitoly se zaměřila na prognózy finančních trhů. Analýzy finančních trhů mohou vycházet z fundamentální, technické a psychologické analýzy. Byl nastíněn základ

fundamentální a technické analýzy, přičemž největší pozornost byla věnována analýze psychologické. V rámci psychologické analýzy byla popsána Keynesova investiční psychologie, Kostolanyho burzovní psychologie, teorie hlučného obchodování a teorie bublin.

3. Vývoj světové finanční krize v letech 2008 - 2009

Tato kapitola se nejprve věnuje průběhu světové finanční krize, která vznikla v roce 2008 v důsledku americké hypoteční krize. Dále je popsána zadluženost Spojených států amerických a vliv finanční krize na akciové trhy. Poté následuje popis sekuritizace dluhů a je ve stručnosti provedeno srovnání s krizí ve 30. letech 20. století.

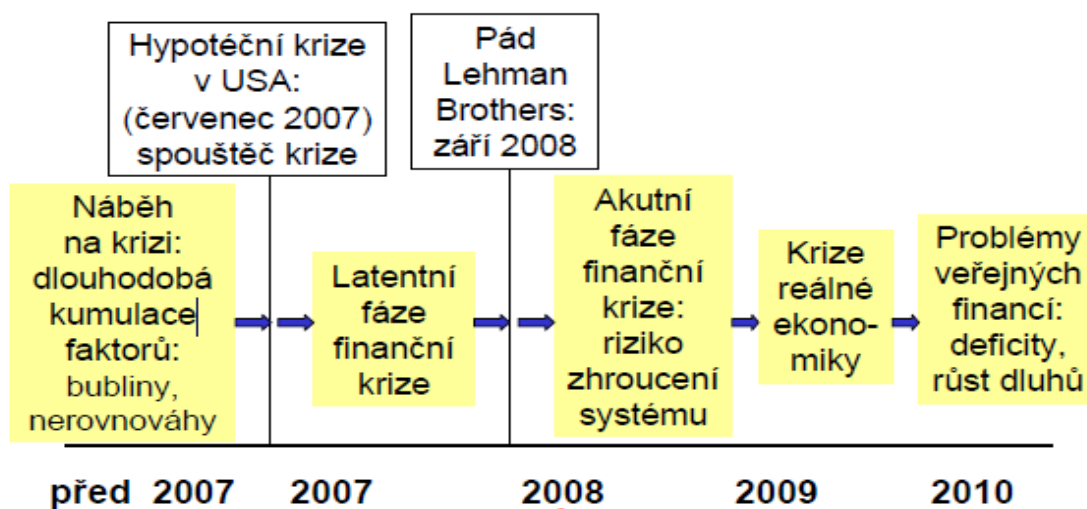
3.1 Průběh krize a co jí předcházelo

Září 2008 bylo ve znamení hlubokého propadu burz, a to po celém světě. Pražská burza se 10. září propadla na své 26měsíční minimum a newyorská burza 15. září zakusila nejhlubší propad od 11. září 2001. [40]

Už v březnu roku 2007 o hrozící hypoteční krizi věděly trhy i úřady. Dlouhé téměř čtyři měsíce se však nic nedělo a nikdo si nechtěl pád připustit. Banky neustále půjčovaly peníze, akcie rostly, nezaměstnanost byla na nízké úrovni a byrokraté se těšili z pokračujícího hospodářského růstu. Přelom července a srpna v roce 2007 byl ve znamení prvního zakolísání kapitálových trhů. Tehdy si některé z kapitálových trhů všimly krize, avšak jen úzký segment trhů s rizikovými dluhopisy odvozenými od rizikových hypoték, a to cestou sekuritizace.

V srpnu roku 2007, krachem dvou hedgeových fondů investiční banky Bear Stearns v USA, nastala docela nenápadně současná finanční krize. Tato krize je považována za nejhorší hospodářský krach od Velké hospodářské krize 30. let. Ekonom James Galbraith uvádí: „V USA působí kolem patnácti tisíc profesionálních ekonomů, a jen deset nebo dvanáct z nich bylo schopno předpovědět krizi.“ [21]

Schéma 4: Fáze krize ve vyspělých ekonomikách



Zdroj: [22]

Schéma 4 popisuje jednotlivé fáze současné finanční krize, a to od roku 2007 do roku 2010.

V uplynulých dvou desetiletích jí předcházela dlouhá série méně významných, avšak stále vážnějších ekonomických otřesů. K nim patřil zejména propad amerických akciových trhů v roce 1987, krize úspor a úvěrů konce 80. a počátku 90. let, japonská finanční krize a stagnace 90. let, asijská finanční krize 1997-1998 a krach „nové ekonomiky“ (dot-com) z roku 2000. [12]

V březnu roku 2007 uvedl ve svém článku ekonom Pavel Kohout toto: „Pro českou republiku mají informace o těžkostech s americkými hypotékami dvojitý význam. Za prvé, něco podobného se také u nás může jednou stát skutečností. Za druhé, vývoj největší světové ekonomiky má vliv i na hospodářský růst a zaměstnanost v České republice. V letech 2005 až 2006 se českému hospodářství vedlo dobře v první řadě díky celosvětovému oživení. To se však může v krajním případě proměnit v další celosvětovou recesi, v lepším případě jen ve zpomalení globálního růstu.“ [26]

Splasknutí americké realitní bubliny nastartovalo řetězovou reakci stagnujících a klesajících cen domů, vlnu nesplácených hypoték a globální ekonomickou krizi. To vše se stalo díky finanční nákaze a poklesu americké spotřeby. Burzovní propad v roce 2000 vypadal jako předzvěst hlubokého hospodářského propadu, avšak ekonomické ztráty zmírnila a závažnějším hospodářským problémům zabránila hypoteční bublina, která vedla jen

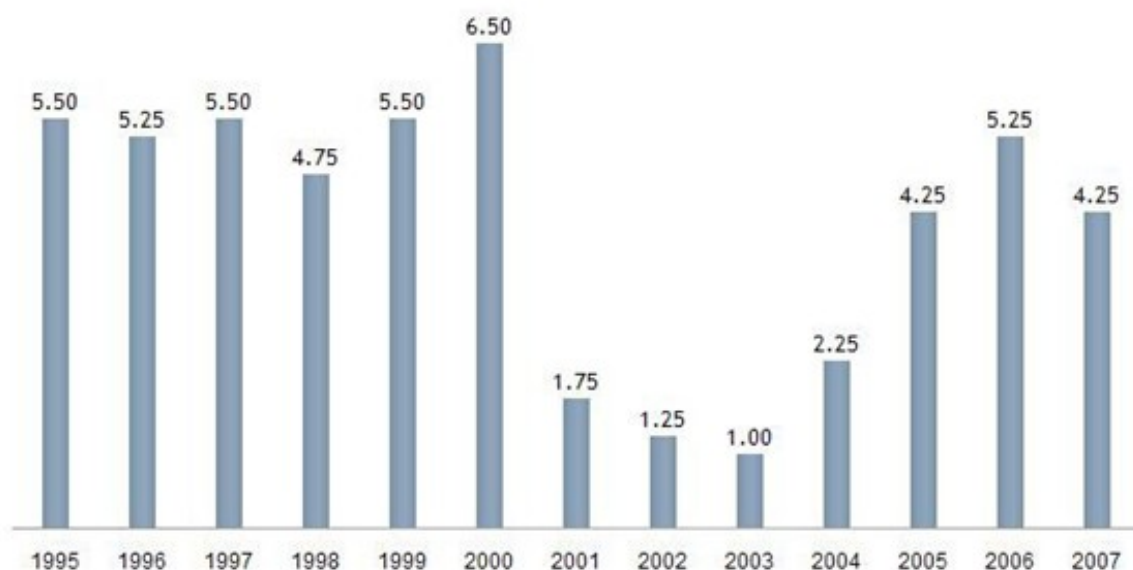
k relativně mírné recesi v roce 2001. Právě to, co následovalo, se odehrávalo dle klasického scénáře spekulativních bublin v dějinách kapitalismu. Toto nezapomenutelně popsal Charles Kindleberger v knize *Manias, Panics and Crashes* (Mánie, paniky a krachy): nový podnět, úvěrová expanze, spekulativní mánie, stres a krach/panika. [7]

Za nový stimul lze považovat nový trh, inovační produkt, revoluční technologii a jiné. Novým podnětem se stala sekuritizace hypotečních úvěrů, a to pomocí nového finančního nástroje kolateralizovaná dluhová obligace. Tématu sekuritizace je věnována níže uvedená podkapitola.

Jak se nafukovala realitní bublina, tak se v reakci na splasknutí bubliny na akciových trzích a na transformaci rezervních kritériích bank výrazně snížily úrokové sazby a vyvolaly růst objemu úvěrů. Tyto úvěry se staly dostupné věřitelům všech kategorií, a to bez ohledu na jejich kreditní historii.

V roce 1999 se technologický trh NASDAQ zhodnotil o více než 85 % a začala se vytvářet cenová bublina. Svého maxima dosáhla 10. března 2000, kdy index NASDAQ měl hodnotu 5 048,6 bodu. Avšak během jednoho měsíce ztratil americký technologický trh 35 % a v dalších měsících dále klesal. Aby Federální rezervní rada oživila světové akciové trhy, od roku 2001 celkem dvanáctkrát snížila úrokové sazby. Hlavní federální úroková sazba do června 2003 spadla ze 6,5 % v roce 2000 na pouhé 1 % v roce 2003. Taková nízká úroková sazba se stala nejnižší od konce druhé světové války. Toto snížení vyvolalo nejen celosvětový pokles úrokových sazeb, ekonomický růst, ale i expanzi poptávky po hypotečních úvěrech a novou nemovitostní cenovou bublinu. [12] Graf 1 znázorňuje vývoj úrokové sazby FEDu od roku 1995 do roku 2007.

Graf 1: Základní úroková sazba FEDu - centrální banky USA - konec roku (%)



Zdroj: [25]

Spekulativní mánie je typická růstem kvantity zadlužení a propadem její kvality. Stále větší počet realitních spekulantů se začal soustředit na skupování domů, aby je pak prodali za vyšší ceny. Majitelé domů se dívali na růst hodnoty jejich nemovitostí jako na stálý trend a využili nízkých úrokových sazeb k refinancování svých domů, a to za účelem čerpání hotovosti z jejich hodnoty. Takto mohlo dojít k udržení či dokonce ke zvýšení jejich spotřeby přes stagnující mzdy.

Stres je znakem silného obratu stavu na finančních trzích, který je převážně způsoben vnějším impulsem. V roce 2006 začala kolabovat realitní bublina a ceny nemovitostí prudce padaly a lidé zadlužení hypotékami museli čelit vzrůstu hypotečních splátek.

Konečný stupeň finanční bubliny je krach a panika. Červen 2007 byl ve znamení krachu, když zkolabovaly hedgeové fondy investiční banky Bear Stearns. Společně tyto fondy držely necelých 10 mld. USD v CP, které byly kryty právě hypotékami. Jeden z těchto fondů zcela zkrachoval a druhý ztratil 90 % své hodnoty. Kreditní krize pronikla na trh s cennými papíry a připravila hypoteční banky o hlavní zdroj finanční hotovosti. Významný byl krach, následná vládní pomoc a znárodnění britské hypoteční banky Northern Rock. Postihl ji vpád střadatelů, kteří stáli fronty, aby si vybrali úspory ze svých účtů. Po celém světě se začala šířit panika a skutečností bylo to, že mezinárodní investoři byli taktéž zapleteni do spekulací s americkými CP krytými hypotékami. Wall Street Journal dne

19.01.2008 otevřeně přiznal, že se finanční systém nachází ve „stádiu paniky“ se zřejmým odkazem na Kindlebergerovo schéma z knihy Mánie, paniky a krachy. [12]

Od července 2007 Federální rezervní banka a ministerstvo financí zavalily finanční odvětví stovkami miliard dolarů. V případě nevyhnutelnosti se zavázali do něj napumpovat další biliony. Předseda Federální rezervní rady Ben Bernanke a ministr financí Henry Paulson dne 18. září 2008 předstoupili před kongres, kdy slovy senátora Chreistophera Doddá zákonodárcům sdělili, „že nás dělí jen několik dní od totálního zhroucení našeho finančního systému se všemi myslitelnými dopady doma i po celém světě“. Po této zprávě byl ihned představen Paulsonův záchranný plán za 700 miliard dolarů, kdy vládní zdroje měly být využity na odkoupení v podstatě bezcenných aktiv krytých hypotékami (tzv. toxického odpadu), a to v držení finančních institucí. Ovšem záchranný plán byl odmítnut Sněmovnou reprezentantů. V průběhu několika dnů byl však původní Paulsonův plán schválen Kongresem, a to s drobnými úpravami. Po celém světě se začala šířit panika doprovázená strmým propadem hodnoty akciových podílů. Jakmile byl záchranný projekt schválen a účastníkům finančních trhů začala docházet závažnost situace, došlo k šíření finanční paniky po celém světě doprovázené propadem akcií. I přesto, že se Federální rezervní banka snažila napumpovat do ekonomiky peníze, ocitla se v pasti likvidity⁴. [26]

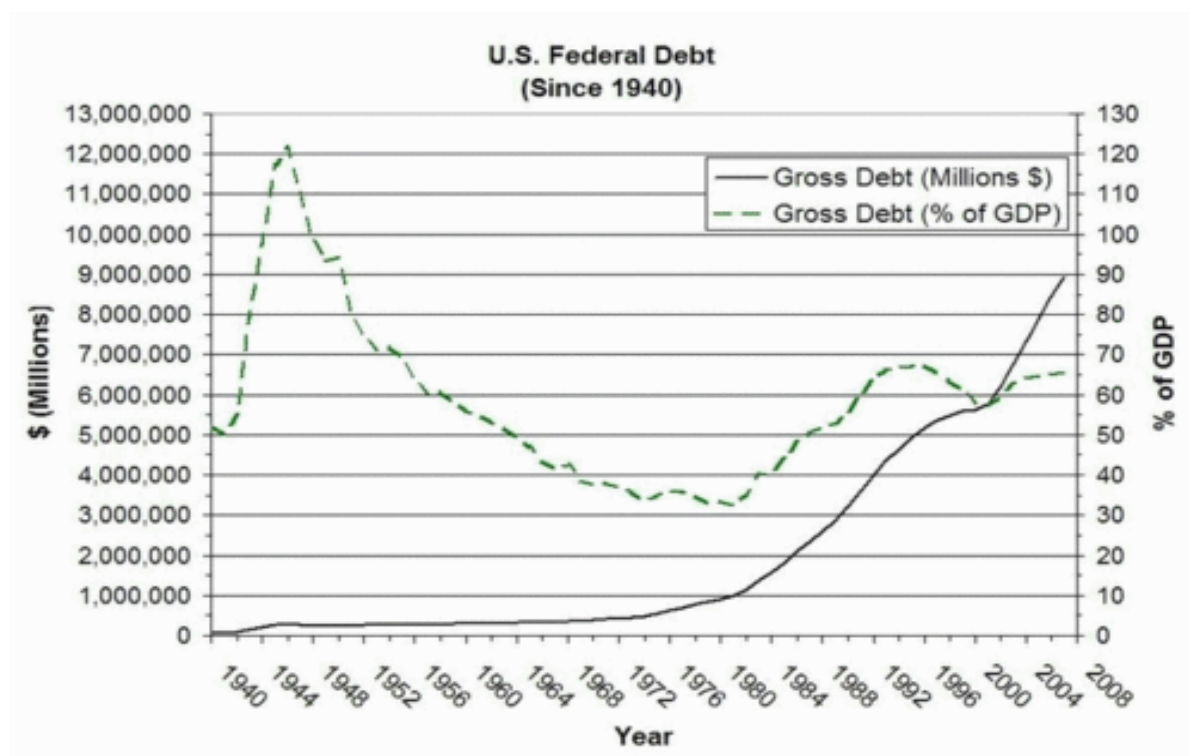
3.2 Zadlužení Spojených států amerických vs vznik krize

Reálné mzdy v USA až na bezvýznamný vzestup ke konci 90. let 20. století stagnují. Oproti tomu příjmy očištěné o inflaci průměrné domácnosti v letech 1999 až 2005 stále padaly. Navzdory tomu, aby celková spotřeba klesala, dále stoupala. Je otázkou, jak může růst spotřeba, když mzdy reálně stagnují? Totiž zaměstnanci si při stále stejných mzdách žijí stále více nad své poměry anebo se snaží udržet si svou dosavadní životní úroveň tím, že si půjčují peníze. Jelikož spotřební výdaje Spojených států rostly mnohem rychleji než příjmy, vzrostl i podíl celkového spotřebitelského zadlužení vůči disponibilním příjmům. Podíl nesplacených spotřebitelských dluhů se vzhledem k disponibilním příjmům v průběhu posledních tří desetiletí více než zdvojnásobil, a to z 62 % v roce 1975 na 127 % v roce 2005. Zčásti toto bylo umožněno nízkými úrokovými sazbami, které usnadnily splácení úvěrů.

⁴ Past likvidity hrozí, když se nominální úrokové sazby začnou blížit nule.

Do roku 1980 docházelo k relativnímu snižování výše zadlužení Spojených států vzhledem k HDP, ačkoliv absolutní výše dluhu maličko rostla. Postupně takto klesala velikost zadlužení USA vzniklá 2. světovou válkou. Po roce 1980 došlo ke zvratu a dluhy začaly opět narůstat. Vývoj zadluženosti Spojených států amerických lze pozorovat v grafu 2, kdy křivka vývoje objemu dluhu americké ekonomiky se začíná podobat křivce růstu cen akcií nebo nemovitostí, a to před splasknutím cenové bubliny. [30]

Graf 2: Vývoj amerického federálního dluhu



Zdroj: [27]

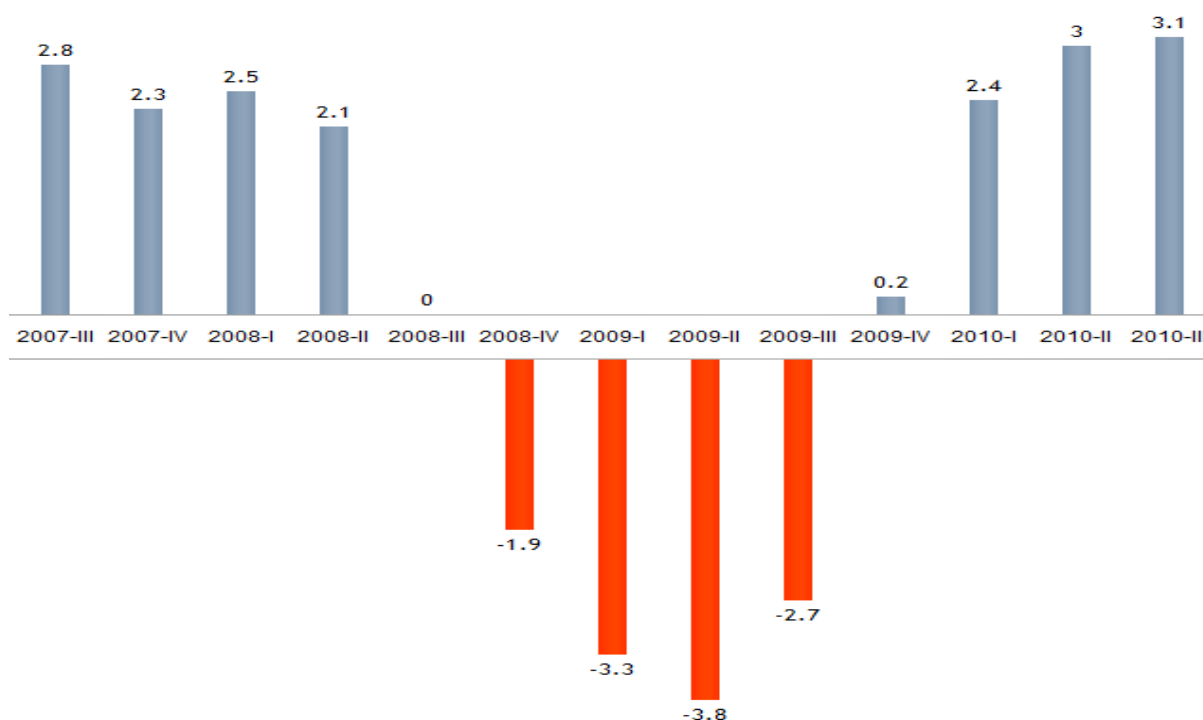
Z grafu 2 vyplývá, že zadlužení finančního odvětví prudce vzrostlo z 10 % v roce 1975 na 30 % v roce 2005 z celkového dluhu. Za stejnou dobu se dosti snížila míra zadlužení nefinančních firem a vlády. Zadluženost domácností má zhruba stejný podíl na celkovém dluhu, a to jak za éry ekonomické krize v 70. letech, tak v roce 2005.

Stále větší propast mezi tempem zadlužování a růstem HDP má krátkodobé a dlouhodobé příčiny. Předseda Federální rezervní banky Alan Greenspan v červnu 2005 prohlásil: „Doufám, že jsme se z ekonomické historie dostatečně poučili, že umírněné zadlužení podporuje ekonomický růst a vytváří prostor pro růst životní úrovně, nicméně že přílišné zadlužování je zdrojem vážných problémů.“ Hlavní ekonom MBG Information Services Charles W. McMillion se vyjádřil takto: „Rostoucí závislost ekonomiky

na bezprecedentní míře zadlužování je očividně neudržitelná a výrazně znepokojující. [...] Jediná seriózní otázka nyní zní, kdy a jak se současná nerovnováha naplno projeví a jaké budou její následky.“ [12]

Kladný vývoj meziročního růstu reálného HDP v USA lze vidět v níže uvedeném grafu 3 do třetího kvartálu roku 2008 a od čtvrtého čtvrtletí roku 2009. Období od posledního čtvrtletí roku 2008 do třetího kvartálu roku 2009 je viditelný pokles růstu HDP ve Spojených státech amerických, a to právě díky finanční krizi.

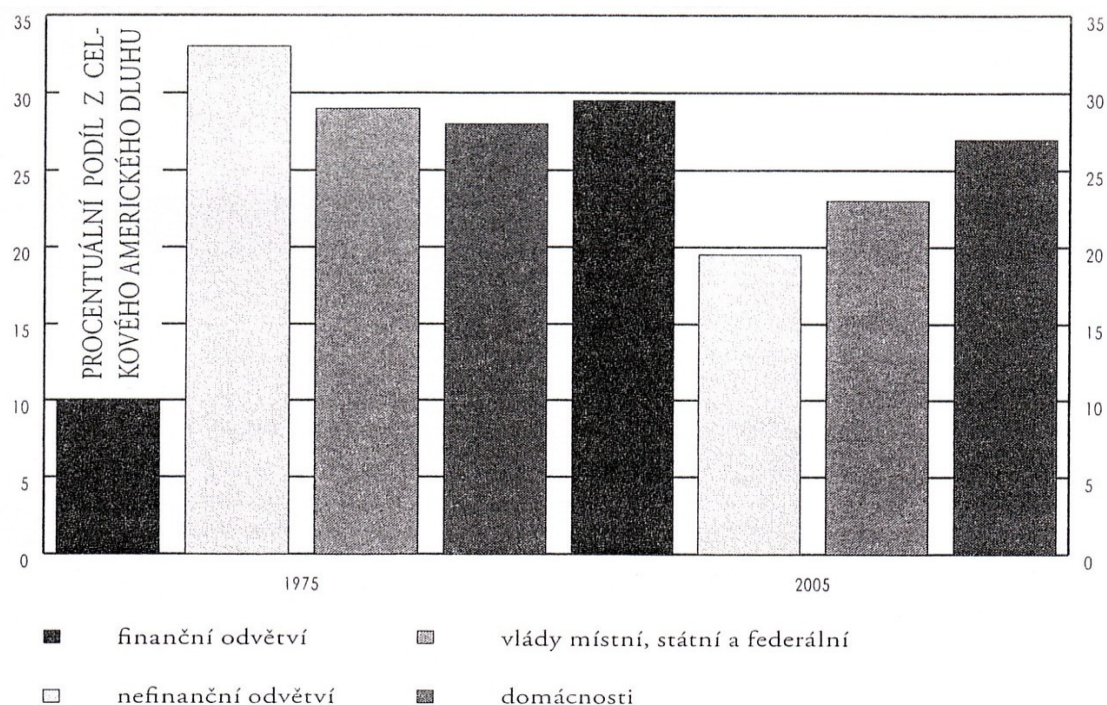
Graf 3: Meziroční růst reálného HDP (%) - USA



Zdroj: [64]

Pavel Kohout na začátku své knihy *Finance po krizi* uvádí: „Expanze peněz a úvěrů dává ekonomice křídla. Po nějakou dobu jsou všichni spokojeni a šťastně hledí k výšinám, naivní jako panenka Barbie. Jenomže hospodářský růst vyvolaný nadměrným růstem zadlužení je stejně umělý jako ta panenka. Jednou dluhová expanze skončí a opojení z hospodářského růstu se promění v bolest hlavy. V pozadí již číhá Keynesova hospodářská politika symbolizovaná lebkou – což je zřejmě narážka na slavný výrok „v dlouhém období jsme všichni mrtvi.“ [11]

Graf 4: Struktura zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005



Zdroj: [31]

Graf 4 popisuje strukturu zadluženosti Spojených států v letech 1975 a 2005. Je zde vidět rozdílná struktura v těchto sledovaných letech. Například zadluženost finančního odvětví stoupla z 10 % v roce 1975 na 30 % v roce 2005.

Prispěvatelem v boomu zadlužování Spojených států se staly kreditní karty, jejichž počet rapidně roste. V roce 1970 vlastnilo kreditní kartu jen 16 % amerických domácností a v roce 2003 již 73 %. John B. Foster, ve svém článku *The Household Debt Bubble* uvádí, že spotřeba domácností v letech 1994 až 2004 rostla rychleji než jejich příjmy. Průměrná americká domácnost ještě v roce 1975 dlužila peníze v objemu 62 % průměrného disponibilního důchodu domácnosti, zatímco v roce 2005 to bylo již 127 %. [29]

Vyšší zadluženost se projevuje stejně jako v ostatních zemích mezi domácnostmi s nižšími příjmy. 10 % domácností s nejmenšími příjmy na dluhové službě platí 18,2 % svých příjmů, naproti tomu u 10 % nejvíce vydělávajících je to 9,3 %.

Tab. 1: Dluhy amerických domácností

| Rok | Objem dluhů v mld. USD | Dluhy jako % disp. důchodu |
|------------|-----------------------------------|---------------------------------------|
| 1975 | 736,3 | 62,0 |
| 1980 | 1 397,1 | 69,5 |
| 1985 | 2 272,5 | 73,0 |
| 1990 | 3 592,9 | 83,8 |
| 1995 | 4 858,1 | 89,8 |
| 2000 | 6 960,6 | 96,8 |
| 2005 | 11 496,6 | 127,2 |

Zdroj: [29]

Tabulka 1 dokládá velký nárůst objemu dluhů v mld. USD a dluhy jako procento disponibilního důchodu, a to od roku 1975 až do roku 2005.

J. B. Foster ve svém článku též konstatuje, že s tím, jak narůstá množství předlužených domácností, roste i počet společností specializujících se na skupování nesplacených dluhů. Počet takovýchto společností se zvýšil z 12 v roce 1995 na 500 v roce 2005. Dle deníku Washington Post využívá řada těchto organizací výhružky vězením či násilím a počet domácností, které si stěžují na postup vymahačských firem, vysoce roste. [28]

Půjčit peníze lidem, kteří si to z objektivních důvodů nemohou dovolit, na vlastní dům, se možná zdá být nerozumné i zlomyslné zároveň. Zejména v kombinaci, v jaké to bylo provedeno, to mohlo vypadat vskutku inovativně. Této iluzi uvěřila řada jak zahraničních, tak centrálních bank i pojišťoven, a to je poněkud problém.

Před několika lety situace na americkém trhu vypadala následovně. Člověk má hypotéku na dům a jeho příjmy stagnují. Úroky jsou velmi nízké a podmínky se zdají být výhodné. Hodnota domů navíc pořád roste (bublina), takže to vypadá, že hodnota „mého“ domu je vyšší než hodnota hypotéky. Tzv. efekt bohatství přivádí americké rodiny k tomu, že se dále zadlužují. Ručí svou hypotékou, tedy dluhem. Rodiny si půjčují na nákup dalších statků a tím se dále zadlužují. Takovým způsobem se hypotéky dostaly na globální a nemovitostní trh (uzavřený) a otevřel se celému světu. Vysoce riskantní dluhy se zabalí

do balíčku a la collateral debt obligations (CDO lze přeložit jako zajištěný dluhový závazek), do exotických názvů, kterým v podstatě nikdo nerozumí a začnou se prodávat jako nové, poutavé investiční nástroje. Stále ale za CDO je dům, který je zatížen hypotékou, jehož rostoucí cena je dána bublinou. Když bublina praskne, ceny nemovitostí začínají klesat a tzv. efekt bohatství se obrací. Jak ceny nemovitostí nadále klesají, tak řada domácností dojde k názoru, že není svou hypotéku schopna dále splácet, což vede k dalšímu poklesu. Rovněž investoři rozpoznají, že jejich exotické finanční nástroje, třebaže s ratingem AAA, mají nulovou reálnou hodnotu.

Dluh roztáčí kola ekonomické aktivity v tom smyslu, že pokud je člověk zadlužený, nemůže si dovolit jít na nemocenskou dovolenou a musí vykazovat ekonomickou aktivitu. Právě dluh či strach z exekutora žene k vysokým výkonům. Ve Spojených státech je krytí dluhu obchodní bilance, běžného účtu i veřejného dluhu dáno výjimečným postavením dolaru ve světových devizových rezervách a ochotou asijských zemích (zejména Čína, Japonsko) právě tyto dluhy financovat skupováním dalších a dalších státních amerických obligací. Toto vedlo k dostatečné likviditě a tím k nízkým úrokovým sazbám.

Pokud je zabezpečeno, že se emitované dolary nebudou vracet do americké ekonomiky a zůstanou uloženy v devizových rezervách, pak emise dolarů nemusí vést k inflaci. Je ale sporné, jak dlouho takováto situace může trvat (toto dlouhodobě zkoumá např. UNCTAD⁵). Avšak ekonomika je výrazně náchylná k bublinám, pokud je zavalena likviditou vedoucí k nízkým úrokovým sazbám.

Známý efekt „too big to fail“ je o velkých a důležitých firmách, které není možné nechat padnout, a tak je zachraňuje stát (např. znárodnění). Tento efekt na začátku vypuknutí krize nastal. Došlo rovněž k situaci nazvané „Credit crunch“, kdy si banky nepůjčují mezi sebou z důvodů obav a tím pádem celý trh zmrzne. Tento stav vede k nedostatku likvidity na mezibankovním trhu a k omezování úvěrů. Primární nadšení je tedy vystřídáno strachem a nedůvěrou. Úvěry se stávají méně dostupnými z důvodu přísnějšího prověřování případných dlužníků a vysoké úrokové sazby na mezibankovním trhu vedou k intervenci centrální autority. Bývalý šéf FEDu A. Greenspan je obviňován buď ze vzniku či alespoň přispění k této bublině.

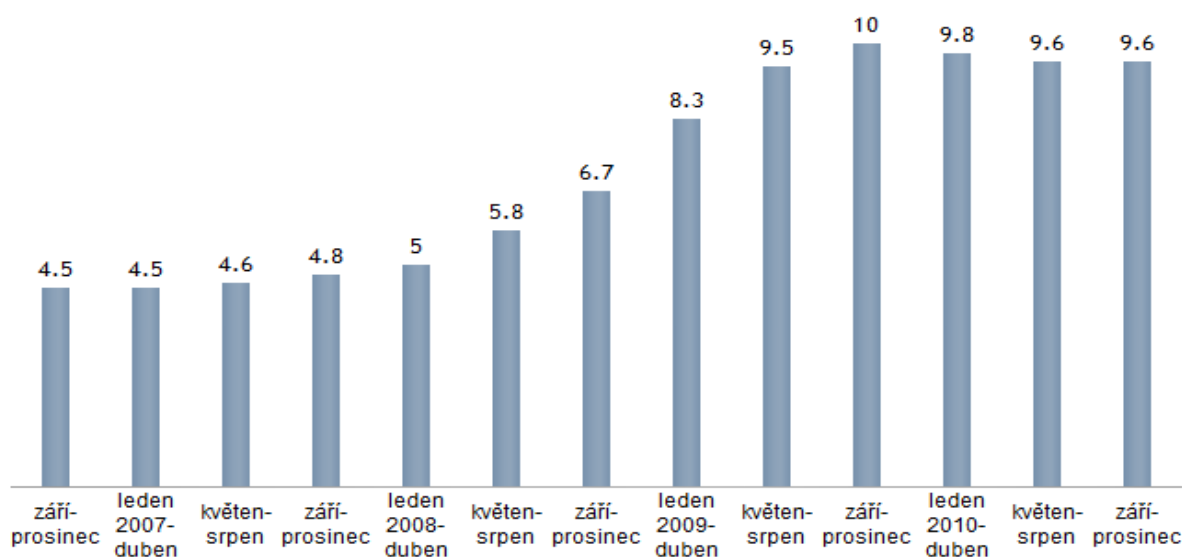
⁵ UNCTAD posiluje obchod a ekonomický růst, a to především v rozvojových zemích a jejich zapojení do světové ekonomiky.

Jak mohly zahraniční i centrální banky různých vlád uvěřit v možnost výnosů z nástrojů CDO je zářející. Měly pocit, že jim to přinese velký výnos, ačkoliv kupovaly jakoby zajíce v pytli. Z takovéto neopatrnosti může vyplývat to, zda převaha finanční sféry nad reálnou ekonomikou není základem dnešní ekonomiky. Jelikož objem různých finančních instrumentů (deriváty, futures,...) několikanásobně převyšuje hodnotu reálných statků, tak se zdá, že se globální ekonomika posouvala do virtuální, kasinové podoby.

Američané si v roce 2009, v době hospodářské krize, příliš nepůjčovali a poptávka po úvěrech se tak meziročně snížila o 4,4 % (\$112,3 mld.). V lednu 2010 poprvé za 12 měsíců došlo ke zvýšení zájmu amerických domácností o půjčky a úvěry, v únoru jejich zájem opět klesal. Lednové zvýšení bylo zapříčiněno růstem průměrné hodinové mzdy a významným snížením nezaměstnanosti po dvou letech o 0,3 % na 9,7 %. Přestože komerční banky snižovaly úrokové sazby na nejnížší úroveň v historii, tak spotřebitelé si v době nejistoty nepůjčovali na nová či ojetá auta, dovolené, elektroniku, a další. Dle statistik americké centrální banky celkový dluh právě domácností v únoru 2010 poklesl o 5,6 % (\$11,5 mld.). [33]

Je rovněž zřejmý nárůst nezaměstnanosti v době současné krize, ale od posledního čtvrtletí roku 2009 je zde patrný pokles. Níže uvedený graf 5 popisuje vývoj nezaměstnanosti USA od roku 2007 do roku 2010.

Graf 5: Míra nezaměstnanosti USA (v %)



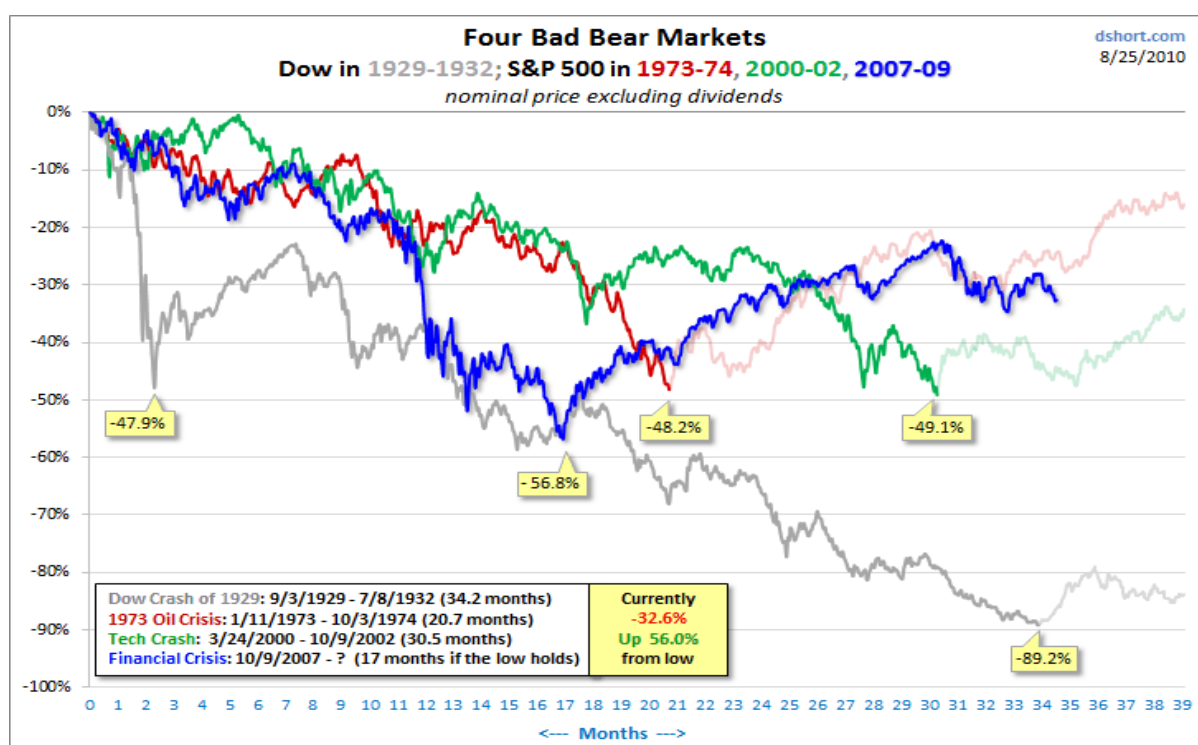
Zdroj: [64]

Dnes již je zcela evidentní, že se krize, s počátkem v Americe, rozšířila do celého světa. Tím se ukázala vlivná role Spojených států na světovou ekonomiku. Do problémů se dostaly evropské země, ropné ekonomiky, ale i Čína. USA již netáhne světovou výrobu, toto přenechaly jiným státům.

3.3 Vliv finanční krize na akciové trhy

Současná situace na akciových trzích byla nejdříve podobná ropné krizi a splasknutí cenové bubliny na technologických akcích. Po pádu investiční banky Lehman Brothers v září 2008 se ale velmi přiblížila průběhu medvědího trhu v letech 1929 až 1932. Tato banka ztratila během roku 2008 na svých spekulacích s nemovitostmi 7 mld. dolarů.

Graf 6: Srovnání čtyř velkých medvědíh trhů minulého a tohoto století



Zdroj: [35]

Z grafu 6 vyplývá, že Velká hospodářská krize 30. let dosáhla opravdu největších ztrát. Hned za ní se objevuje současná finanční, dále technologická a nakonec ropná krize.

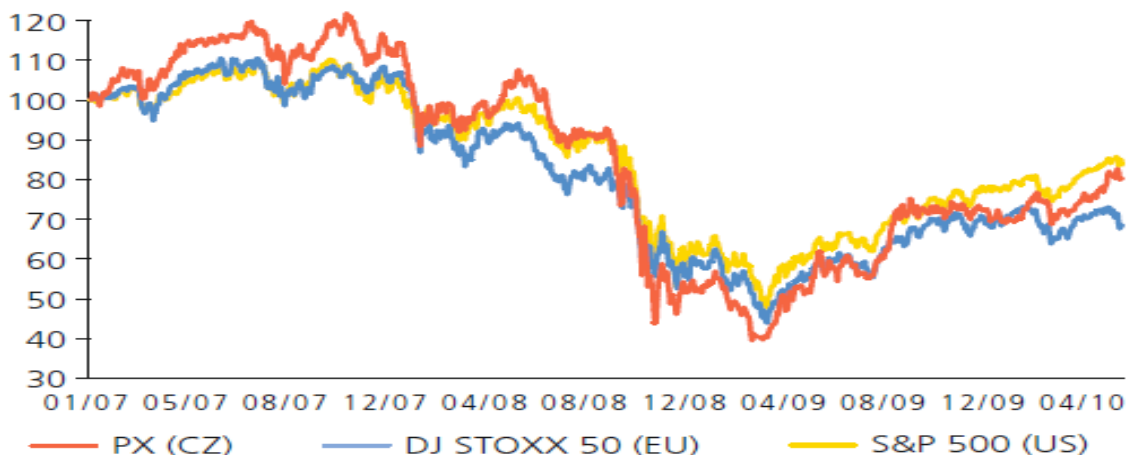
Investiční banky spravují aktiva (investice) svých klientů. Při nízkých výnosech tyto investiční banky přesouvaly značnou část investic do nástrojů spojených s větším rizikem

a spekovaly. V srpnu roku 2008 dostal generální ředitel Lehman Brothers Dick Fuld nabídku od Korejské rozvojové banky na prodej 25 % podílu za 4 až 6 mld. dolarů, ale zdálo se mu to málo. „Fuld trpěl pýchou typickou pro úspěšné podnikatele – založil jsem tenhle podnik a vím, že má daleko větší hodnotu, než je trh schopen pochopit,“ dodává analytik Charles Peabody z Portales Partners. [45]

Jelikož americká vláda chtěla ušetřit peníze daňových poplatníků, nechala padnout Lehman Brothers a způsobila paniku. Otázkou ovšem je, zda vládní garance či dotace v případech finančních krizí nepředstavuje morální hazard. Žádný ekonomický systém, který je dlouhodobě opřen o dotace, nemůže fungovat dobře. U bankovních krizí však platí, že nejlepší politikou je zasahování do vývoje. Je zřejmé, že není optimální nechat věcem volný průběh v případě finanční krize obdobných rozměrů, jaká zasáhla začátkem 90. let Švédsko, Česko během roku 2000 či USA v letech 2007 až 2008.

Je evidentní, že akciové indexy v průběhu recesí klesají o 15 %, 20 %, ale 50 % propad během roku 2008 si nikdo nedokázal představit. Je historicky dokázáno, že doba, kdy je recese oznámena, bývá výborným časem právě pro nákup akcií. Jenže lidé mnohdy propadají panice a na krizi reagují prodejem akcií. Většina investorů, a to nejen laiků, není schopna v praxi aplikovat makroekonomické údaje proto, aby dosáhla vyšších výnosů. Více než 90 % investorů raději investuje pravidelné malé měsíční částky, a to bez ohledu na makroekonomické informace. Ovšem takto se nelze řídit při investování do nemovitostí, to bychom museli každý měsíc kupovat domy. Akciové indexy reagují mnohem rychleji na změny makroekonomických veličin, než ceny domů, u těch se projevují až s ročním zpožděním. Vývoj cen na akciových i realitních trzích častokrát závisí spíše na mezinárodním vývoji než na fundamentálním stavu domácí ekonomiky. Důkazem toho je začátek roku 2008 a pokles pražského akciového indexu PX. V grafu 7 lze vidět podobný vývoj, a to u pražského akciového indexu PX a amerických indexů Dow Jones a Nasdaq.

Graf 7: Vývoj akciových indexů (01.01.2007 = 100)



Zdroj: [34]

Ceny akcií a jiných investic měly zareagovat, když na jaře 2007 byly zveřejněny první zprávy o rostoucím počtu špatných hypoték. Jenomže akciové trhy dlouhé měsíce nereagovaly na propuknutí krize. V meziročním vyjádření pokles prodeje rodinných domů byl 18,3 %, a to během února roku 2007. Tato hodnota byla značně varující a tyto informace byly veřejně dostupné. Avšak zřídka kdo chtěl toto vidět. Tento úbytek byl nejvyšší od léta roku 2000, kdy nastala minulá americká recese. Zajímavostí je, že pokles cen rodinných domů v USA probíhal už od začátku roku 2006. Například v Bostonu či Detroitu ceny klesaly již na podzim roku 2005. Akciový trh však spal, jakoby se nic nedělo. Do podzimu roku 2007 ceny akcií stále rostly, ale nedívaly se na trh nemovitostí, zhoršující se makroekonomické ukazatele a růst komodit. Jestliže chápeme akciový index S&P jako měřítko poklesu a růstu, pak obrat nastal přesně 9. září 2007.

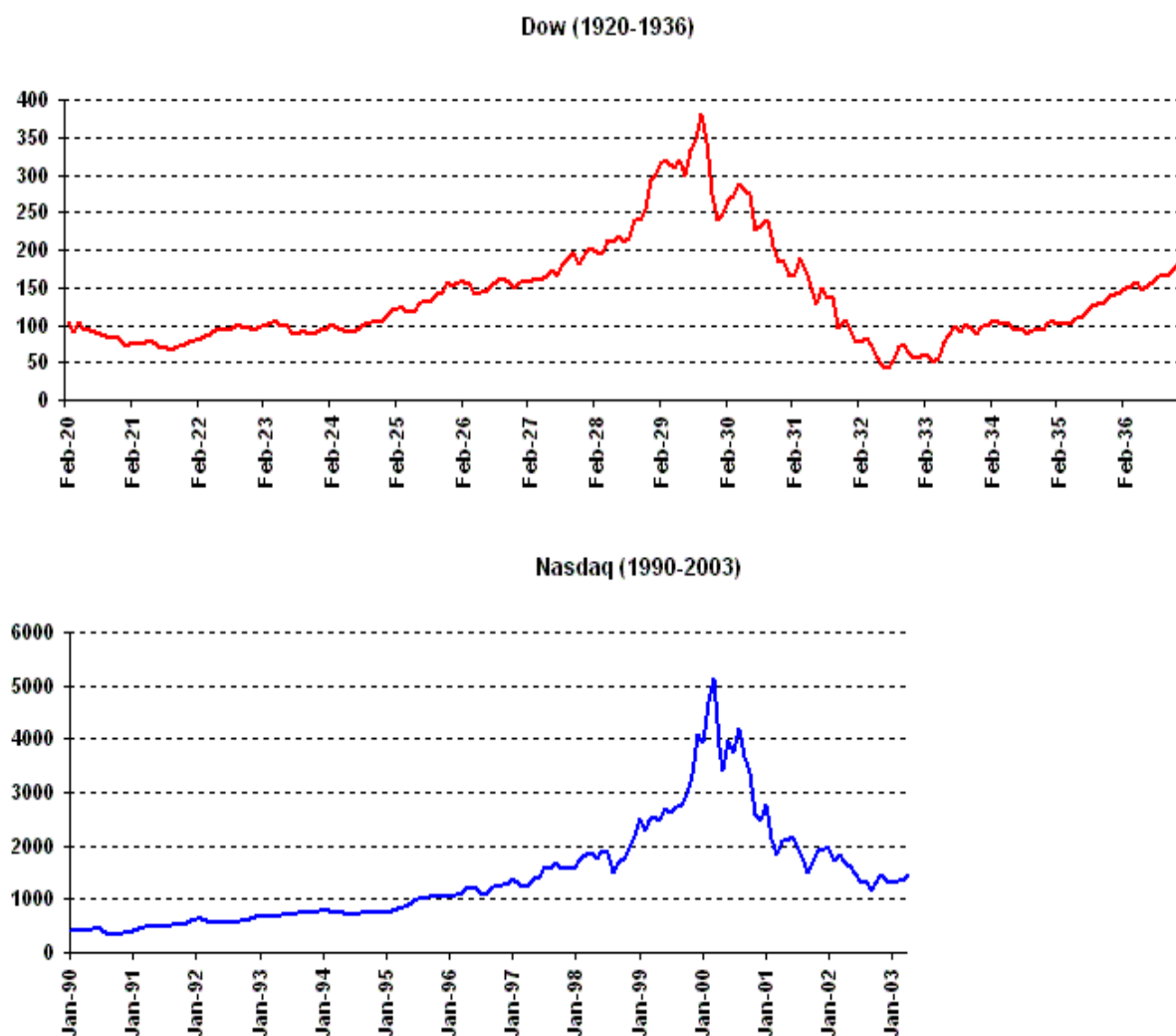
Protože se jednalo o více než půlroční informační zpoždění, nelze hovořit o efektivitě trhu. Efektivní trh je takový, který ihned a správně promítne všechny relevantní informace do kurzů CP, komodit, měn apod. Analytici začali produkovat vskutku katastrofické vize, tím možná chtěli napravit své chyby z předcházejícího nadsazeného optimismu. Více než z 90 % byl pokles akcií v roce 2007 způsoben psychologii. Stejně tak oživení akciových trhů do poloviny roku 2009. Hlavní rolí je nálada, která ovlivňuje deprese či oživení akciových trhů, a to v podstatě samostatně na stavu ekonomiky. Proto jsou burzy tak nepředvídatelné. Nositel Nobelovy ceny Paul Samuelson⁶ říká, že je jedno,

⁶ Paul Samuelson patřil mezi průkopníky hypotézy efektivních trhů, a to v 50. letech.

kdy koupíme či prodáme akcie. Eugene Fama tvrdí, že když máme peníze, tak máme kupovat akcie. Protože stejně nejde odhadnout ten správný okamžik.

Hypotéza efektivních trhů tvrdí, že bubliny neexistují. Jelikož je bublina, jak vyplývá z definice, iracionálním jevem a iracionalita je v rozporu s tvrzením o efektivitě, proto vznikat nemůže. Trh by nemohl být efektivní, kdyby na něm bubliny vznikaly. Bubliny ale vznikají, a to dosti často. Významnou bublinou bylo vzepětí amerického akciového indexu NASDAQ v roce 2000. Poté následoval prudký pád internetových a technologických akcií.

Graf 8: Srovnání indexu Dow Jones a Nasdaq Composite



Zdroj: [38]

Z výše uvedeného grafu 8 je patrné srovnání mezi americkými akciovými indexy Dow Jones a Nasdaq, a to v různých časových obdobích. Bublina vzniklá u Nasdaq v letech 2000 až 2003 je velmi podobná tomu, k čemu došlo v období 1929 až 1932. Celkově ztratil Dow Jones 87 % své hodnoty mezi těmito lety. Nasdaq byl v roce 2005 v blízkosti 1000 bodů a na začátku roku 2000 nad 5100 body. Od roku 2000 do roku 2002 index Nasdaq ztratil 78 % své hodnoty.

Propad akciových trhů je pro nakupující investory dobrou příležitostí. V roce 1933 byla nejlepší doba pro nákup amerických akcií v historii vůbec. V tuto dobu vrcholila Velká hospodářská krize, výkonnost ekonomiky padla o desítky procent a miliony lidí byly nezaměstnány. Když se poté hospodářství vzpamatovalo, akcie vydělaly v průběhu krátkého času stovky procent. Další výtečná šance byla v roce 1979, kdy časopis Business Week publikoval hlavní stranu s titulkem THE DEATH OF EQUITIES (SMRT AKCIÍ). Akciové trhy od roku 1979 do roku 1999 byly ve znamení růstu a jen někdy klesaly. Akcie se tak staly nejúspěšnějším investičním nástrojem. Od roku 1999 do roku 2009 byly akciové trhy někdy dole, jindy nahoře. Střídaly se dobré nálady z nákupů a deprese, vznikaly bubliny. První bublina v tomto desetiletí byla od roku 1999 do roku 2003, další trvala do roku 2007. [13]

Střídání nárůstů a pádů dokazuje to, že se trh již neřídí standardními pravidly (např. Wienerovy procesy, Brownův pohyb nebo náhodná procházka). Jsou uplatňovány nové modely chování. Když se bublina nafukuje, trh se chová úplně jinak, než předpokládá ekonomická racionalita. Příčiny takového jednání mohou být buď nadbytek likvidity či psychologie. Nadbytek likvidity vyplývá z expanzivní postmoderní měnové politiky.

Chování trhu (akcií i nemovitostí) připomíná spíše procesy probíhající při změně polarity magnetických látek. Účastníci trhu se navzájem ovlivňují, což má za následek efekt hysterese: pokud je trh „magnetizován“ do polohy „dobrá nálada“, trvá déle, než se přepóluje. Naopak, trh je schopen setrvávat v psychologické poloze „konec světa se blíží“ dlouho poté, co většina objektivních indikátorů ukazuje směrem vzhůru. Vzniká hysteretzní křivka jako z učebnice teorie pevných látek a ve financích by se mělo spíše říkat „hysterická křivka“. [46]

Akcie i nemovitosti jsou bezesporu dobrou investicí na delší dobu, jelikož inflace peněz v ekonomice nafukuje i ceny, a to obzvláště tehdy, pokud v době hysterie nakoupíme levně. Akcie i nemovitosti jsou ovšem náchylné k bublinám. Každá bublina má podobný

scénář. Akcie či nemovitosti jsou vnímány jako snadný způsob výděлку, a to bez rizika. Investoři kupují tyto instrumenty a doufají, že jejich cena vzroste. Protože se zvýší poptávka, cena investičních nástrojů vskutku roste. Nárůst vzbudí další rozmach a trh má optimistickou náladu. V dané chvíli mohou ceny akcií či nemovitostí nabýt takových hodnot, že je z ekonomického pohledu nelze odůvodnit. Pro běžné rodiny může bublina cen bytů znamenat komplikace. Pořizují si totiž nemovitosti pro účel bydlení, a ne ke spekulaci. Ve chvíli, kdy cena běžného bytu výrazně přesáhne míru dostupnosti pro střední třídu, vzniká prostředí pro bublinu, která může kdykoli puknout.

Nemovitosti a akcie mají mnoho společného, avšak jejich chování je odlišné. Akcie patří mezi likvidní a volatilní instrumenty. Můžeme říci, že vývoj akcií je nepředvídatelný, mohou se měnit ze dne na den a prodělat či vydělat svým majitelům desítky procent. Nepředvídatelnost je dána tržní psychologií. Hovoříme o tom, že ceny nemovitostí jsou velmi „trendové“. Mnohdy jsou nemovitosti dle ekonomických měřítek nadhodnocené, avšak jejich ceny dále rostou. Stačí impuls, kterým může být zvýšení úrokových sazeb či nepříznivý vývoj hospodářského cyklu, aby cenová bublina praskla.

Existují varovné signály, které nám napovídají, kdy je dobré trh opustit. Takovýmto faktorem může být velmi vysoký poměr ukazatele P/E ⁷, a to ve vyšších desítkách či stovkách. Ovšem i tento ukazatel není dokonalý, především písmeno „E“, které vyjadřuje zisky. Historické zisky za uplynulé čtyři čtvrtletí jsou totiž bez informačního významu pro budoucnost. Jak se ukázalo v roce 2008, zisky padaly tak rychle, že poslední čtyři čtvrtletí zcela neměla vypovídací schopnost. Nesporné jsou i ukazatele P/E , které se opírají o očekávané budoucí zisky. Těmi, kdo odhaduje budoucí zisky podniků, jsou analytici, kteří ovšem nejsou těmi pravými pro tento úkol. Především v dobách krize toto platí. Kdyby totiž uměli analytici předvídat, krize by nebyly. Problém je v tom, že zisky mohou krátkodobě kolísat, a to oběma směry. O skutečné hodnotě firmě však nenasvědčují krátkodobé výkyvy zisků vůbec nic. Pokud v roce 2008 byla ziskovost podniku záporná, nevypovídá to nic o jejích ziscích v roce 2010, 2020 či 2030. Ohromný nárůst ukazatele P/E a krátkodobý propad zisku vyvolává více paniku než prospěšnou informaci.

⁷ Poměr ukazatele P/E říká, kolikrát je cena akcie na trhu vyšší než zisk, který připadá na jednu akcii. Platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím jsou akcie relativně dražší.

3.4 Sekuritizace jako jedna z příčin finanční krize

Obzvláště závažným faktorem, který představuje specifickou příčinu krize, je právě to, že v masovém měřítku byl dluhový problém zakrýván především strukturovanými úvěrovými instrumenty v sekuritizované podobě. Sekuritizace je procesem, kdy se „vyrábějí“ dluhopisy obchodovatelné na veřejných trzích, a to z velkého počtu malých dluhů.

Počátky procesu sekuritizace je možno spatřit v 70. letech 20. století, kdy americké banky zahájily sekuritizaci hypotečních úvěrů pomocí kolateralizovaných hypotečních obligací. Až po roce 2005 začala sekuritizace nabývat většího významu. Jejím hlavním centrem se staly USA, avšak brzy se přesunula taktéž do jiných částí světa. Stala se světovým trendem a zaplavila prakticky celý svět. Systém, který zpočátku fungoval, však značně narušil stabilitu světových trhů a vyústil ve finanční krizi. Podařilo se rozprostřít riziko formou sekuritizace, ale rozptýl nevedl ke snížení rizika. Když koncem července 2007 nastala první vlna paniky týkající se hypoteční krize, nikdo nevěděl, kde všude by mohly být rozmístěny špatné úvěry z amerických „subprime“ hypoték.

Subprime mortgage jsou rizikové hypotéky a česky se dá použít slovo „nestandardní“. Hypotéky „subprime“ respektovaly jen hodnotu nemovitosti. Předpokládalo se totiž, že v případě neschopnosti splácet se nemovitost v exekuci prodá za dostačující cenu. Toto však fungovalo, jedině když ceny stoupaly anebo přinejmenším stagnovaly, při snížení cen došlo k tragédii. Způsob získání takové hypotéky by se dal srovnat s běžným nákupem. Banky nepožadovaly vstupní dokumentaci, ani dostatečné příjmy, a makléři dostávali odměny podle počtu sjednaných hypoték. Hypotéky byly poskytovány klientům s nestandardní úvěrovou minulostí či chybějícími dokumenty (např. potvrzení o příjmech). Počet „subprime“ hypoték od roku 1994 do roku 2006 stoupl čtyřnásobně. Protože investoři viděli v nemovitostech velké zisky, rizika spojená s hypotékami podcenili. Kouzelným slovíčkem se tedy stala sekuritizace, kdy hypoteční úvěry byly transformovány do cenných papírů a rozprodávány se dalším investorům. Úvěrové riziko bank se přesunulo na další subjekty a banky proto mohly poskytovat další a další hypotéky.

Když nečekaně začaly padat ceny nemovitostí a rostla míra nesplácených hypoték, investoři znejistili a trh CP začal zamrzat. Banky sice vykazovaly ve svém majetku cenné papíry pořízené za stovky miliard dolarů, ale jejich reálná cena s úbytkem zájmu investorů ustavičně klesala. Banky byly nuceny tento majetek odepsat, tedy přepočítat jeho hodnotu podle aktuální tržní ceny a rozdíl vykázat jako ztrátu. Ceny nemovitostí v USA díky

nadměrným počtům neprodaných domů a ekonomice balancující na hraně recese pořád klesaly a ztráty bank stále rostly. [32]

3.4.1 Pojem sekuritizace

Pojem sekuritizace je součástí finančního inženýrství a představuje významný trend na světových finančních trzích. Jedná se o proces, při kterém dochází ke sdružování souboru nelikvidních aktiv, které produkují známé nebo dostatečně přesně odhadnutelné cash flow (leasing, spotřebitelské půjčky, hypotéky, autorská práva, dluh na kreditních kartách, studentské půjčky) do balíku, který je postoupen třetí, a to obvykle nebankovní instituci tzv. SPV (special purpose vehicle). Tato instituce emituje CP právě pro tento účel. Proces sekuritizace tedy spočívá ve shromažďování aktiv s podobnou charakteristikou a emisi dluhového CP danou organizací. Ze vzniklého balíku tato společnost vydává obchodovatelné cenné papíry. Tyto CP jsou kryty peněžními příjmy z aktiv portfolia tzv. ABS (asset backed securities).

Jednoduše řečeno je sekuritizace procesem, kdy se „vyrábějí“ dluhopisy obchodovatelné na veřejných trzích, a to z velkého počtu malých dluhů. Jelikož je jedna hypotéka velmi malá na to, aby se stala veřejně obchodovatelná, dá se dohromady milion hypoték. Ty se rozdělí dle úvěrové kvality, zabalí a prodají. Vznikl nový segment finančního trhu, který je zajímavý a riziko z původních hypoték lze odvést z účetnictví původní hypoteční banky a prodat v podstatě kamkoli. Tím pádem mohou banky poskytovat stále rizikovější hypotéky, které jsou přístupné rovněž pro klienty s vysokým stupněm úvěrového rizika.

Mezi nejvýznamnější instrumenty v oblasti sekuritizace patří Credit Default Swap (CDS) či Collateralized Debt Obligation (CDO). CDS jsou ve své podstatě pojistné kontrakty, kde vystupují tři protistrany. Protistrana A s protistranou B uzavírá smlouvu, že pojistnou prémii zaplatí subjekt A. Za toto obdrží od strany B krytí proti úvěrovému riziku subjektu C, který ovšem není smluvní stranou. Jako neživotní pojišťovna zde vystupuje protistrana B, a to aniž by vlastnila licenci k takovému podnikání. Subjekt B tudíž nemusí ani vytvářet technické rezervy. Nástroje CDS nejsou problémem do doby, kdy nenastane na trhu masová potřeba plnění pojistných kontraktů. Toto se však v roce 2008 stalo. Některé strany, které byly smluvně zavázány k plnění úvěrových rizik třetích stran, nebyly schopny

dostát svým závazkům. V průběhu finanční krize se materializovalo systémové riziko⁸, které je silným prvkem právě CDS instrumentů. CDO se vztahuje k podkladovým aktivům, kterými mohou být půjčky, hypotéky či dluhopisy. Mnohdy hovoříme o portfoliu podkladových nástrojů. Banka „přetaví“ podkladová aktiva na CDO, a ta většinou prodává v tranších⁹. Tranše jsou rozdělovány dle rizika od nejrizikovější Junior, přes Mezzanine k Senior tranši a vymezují práva investorů počítaje v to postup při tzv. absorbování ztrát. Jestliže klient přestane platit podkladové aktivum (úvěr), tak u Junior tranše hrozí nebezpečí, že investor nezíská plánované úroky a ztratí jistinu. Protože je Junior tranše tou nejrizikovější, rovněž za to investorům slibuje nejvyšší výnos. V případě kompletní likvidace Junior tranše absorbuje ztráty Mezzanine, která je méně riziková. Rating AAA má většinou Senior tranše, protože slibuje nejnižší riziko. Nástroje CDO nabízejí investice s rozdílnými riziky a tomu odpovídajícími výnosy. [32]

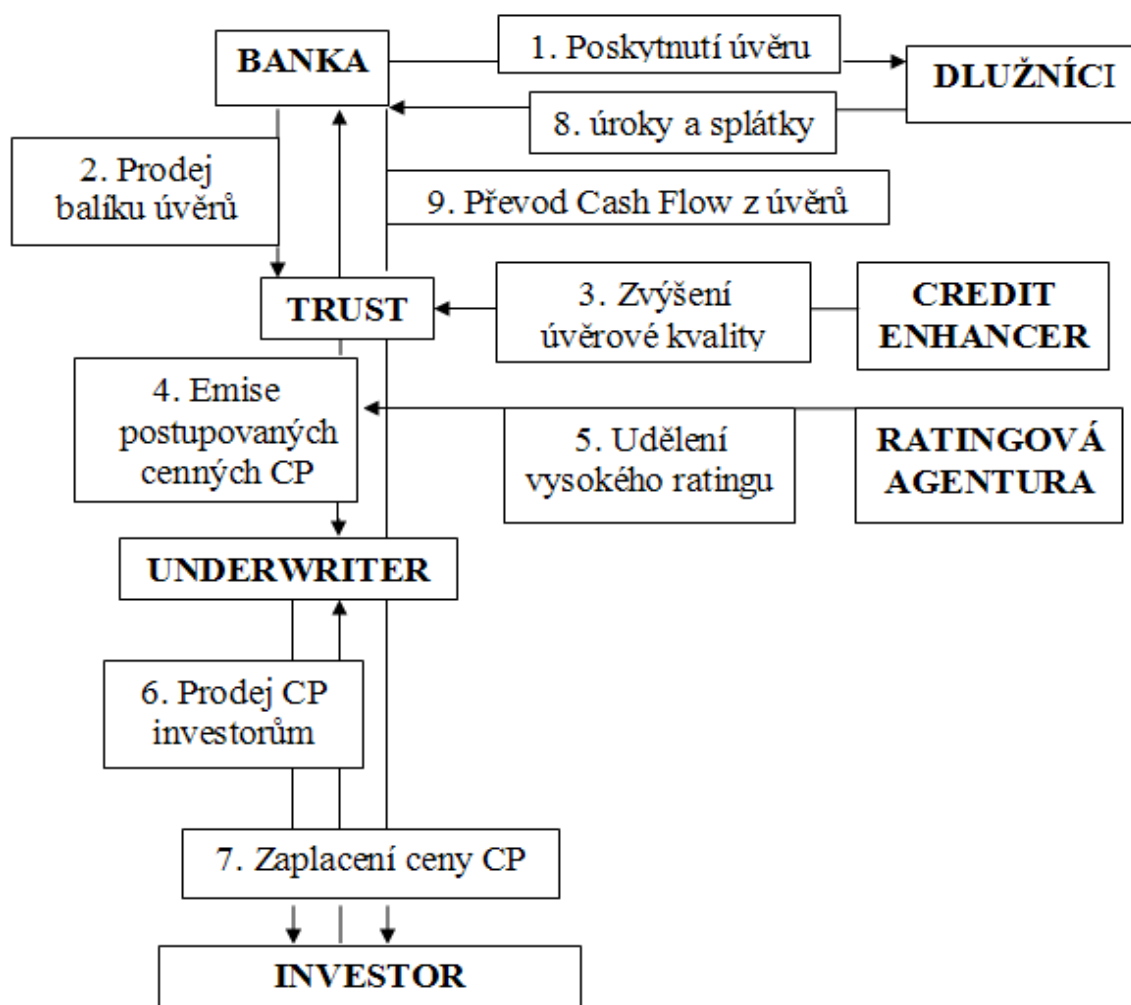
3.4.2 Systém ABS

V případě sekuritizace aktiv formou tzv. ABS (Asset-Backed Securities) banky poskytují velké množství úvěrů stejného druhu a tím eliminují úvěrové riziko prostřednictvím diverzifikace aktiv. Poté jsou úvěry převedeny prostřednictvím jejich odkupu (pro účely prodeje se vytváří tzv. TRUST, který tvoří soubor prodávaných úvěrů) do CP s pevným úrokovým výnosem, které jsou následně odprodány soukromým investorům. Kvalita cenných papírů se zvyšuje zárukou státu či určité státní instituce za část úvěrového rizika spojeného s dlužníky (tzv. CREDIT ENHANCER). Nadále banka plní již jen funkci příjemce Cash Flow z úvěrů, které převádí na soukromé investory, kteří koupili CP. UNDERWRITER je osoba, která se při emisi CP smluvně zavazuje převzít (odkoupit) část emise, kterou se nepodařilo na trh umístit. Systému ABS se využívá především v USA, v oblasti hypotečního úvěrování. Schéma 5 velice srozumitelně popisuje systém ABS.

⁸ Systémové riziko je nediverzifikovatelné riziko spojené s rizikem celého trhu.

⁹ Tranše je samostatně uvolněný díl emise či část investice.

Schéma 5: Sekuritizace aktiv prostřednictvím ABS



Zdroj: [5]

Systém ABS bankám umožňuje tyto výhody:

- proměna nelikvidních aktiv na aktiva likvidní,
- eliminovat úrokové riziko, které přechází na jiný subjekt,
- odstranit úvěrové riziko, kdy banka přestává být věřitelem,
- kvalitnější diverzifikace portfolia,
- růst rentability vlastního kapitálu (ROE), kdy za inkasování plateb od dlužníků banka získává provize a rovněž za jejich převod soukromým investorům,
- získání zdrojů likvidit odprodejem úvěrů, kdy banka získá své investované prostředky nazpátky daleko dříve, než při postupném splácení úvěrů,
- uvolnit vlastní kapitál pro svou další úvěrovou expanzi, jelikož banka odprodejem úvěrů nemusí vytvářet rezervy na poskytnuté úvěry,
- možnost vhodných zdrojů pro méně bonitní banky. [5]

3.4.3 Význam ratingových agentur

Významnou roli u investičních nástrojů vzniklých sekuritizací sehrály ratingové agentury. Ratingové agentury mají v současnosti nezastupitelnou roli při snižování informační asymetrie na finančních trzích, jelikož vydávají pro podniky a instrumenty odborná nezávislá hodnocení jejich bonity. Mnoho investorů je přímo závislých na ratingu, protože pro samotné investory je dosti komplikované a nákladné prověřování kvalit jednotlivých investic. Ratingové agentury ovšem v poslední době naprosto selhaly při ohodnocování inovativních finančních nástrojů, ale i u klasických instrumentů (např. obligace islandských bank). Hovoříme tak o krizi ratingových agentur. Je ovšem zarážející, že nebyla věnována dostatečná pozornost ze strany regulátorů na možné nepoctivé praktiky ratingových agentur.

Investiční nástroje (CDO, CDS) jsou vysoce sofistikované produkty a pro investory jsou těžko ocenitelné. Investoři jen ztěžka porovnají očekávaný výnos s podstoupeným rizikem u daných instrumentů. Přidělený ratingový stupeň těmto instrumentům dle ratingových agentur byl pro investory velmi důležitý a při svých investičních rozhodnutích se takřka výhradně řídili ratingem.

Jelikož ratingové stupně senior a mezzanine tranší běžně dosahovaly vysokých hodnot, byla to pro investory známka nízkorizikové investice. Když vypukla krize, utrpěli investoři ohromné ztráty i z těchto investic. Poté začaly ratingové agentury čelit obvinění, že kvalitu těchto instrumentů nadhodnocovaly a neodrážely v ratingu všechna rizika. Ratingové agentury na svou obranu uvádějí, že pouze hodnotí úvěrovou kvalitu daného instrumentu a ratingový stupeň tedy nelze brát jako doporučení pro investory. Renomované agentury přiznávají podíl na vzniku krize a prohlašují, že do budoucnosti učiní opatření. Nepochybně bude nutno dojít k souhrnné transformaci v ekonomicko-legislativní oblasti, a to v systému hodnocení bonity institucí a investičních nástrojů.

Investoři nebyli schopni rizika takových instrumentů sami posoudit, protože se jedná o vysoce komplexní instrumenty, u kterých se jejich hodnota odvíjí od podkladového portfolia aktiv. Neboť investiční nástroje vzniklé sekuritizací jsou poměrně novými instrumenty, proto s nimi neměli zkušenost ani investoři. Emitenti informace o skladbě podkladového portfolia nezveřejňovali a investoři tedy nemohli takovéto údaje získat.

Nicméně, kdyby informace o podkladových aktivech byly investorům dostupné, bylo by pro ně náročné tato data zpracovat a možná rizika ohodnotit. [32]

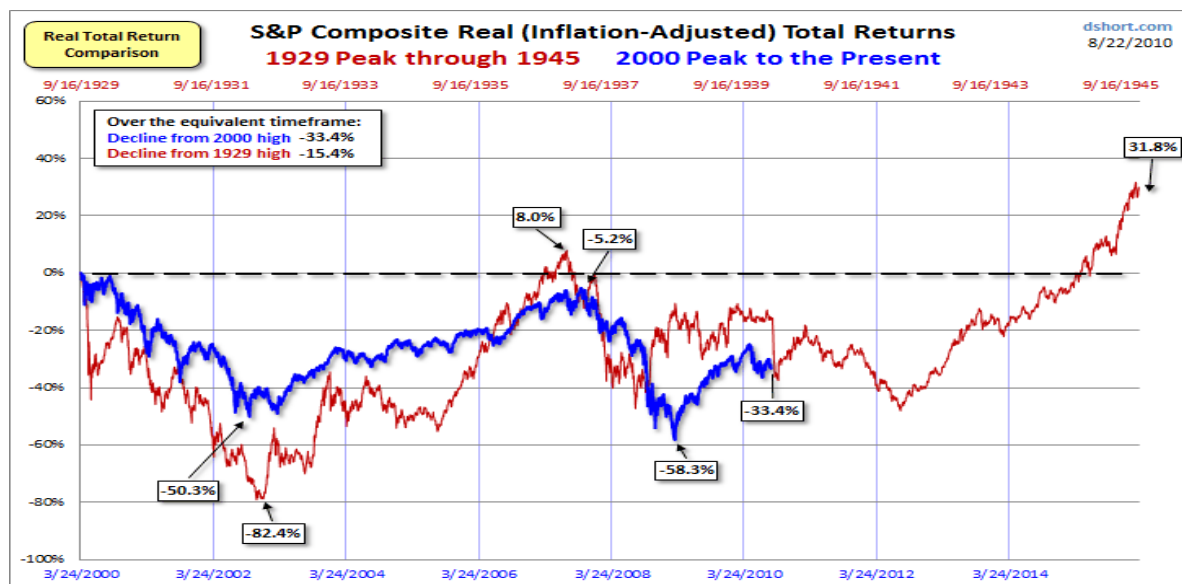
3.5 Srovnání Velké hospodářské krize 30. let a současné krize

Ke konci 20. let 20. století začala ekonomika jevit známky přehřátí a ceny akcií již neodpovídaly reálným hodnotám, a to díky útokům spekulantů. Bublina, která byla uměle nafouknutá, praskla, výprodej akcií a jejich prudký pád zapříčinil krach na burze v New Yorku. Mnoho ekonomů tvrdí, že tehdejší krach burzy krizi nezpůsobil, ale byl pouze příznakem dlouholetých rostoucích problémů reálné ekonomiky.

Výrok Johna Maynarda Keynesa, z roku 1936: „Spekulanti nezpůsobí škodu, zůstanou-li mýdlovými bublinami na povrchu pravidelného proudu podnikání. Situace se ale stane vážnou, jakmile se podnikání stane mýdlovou bublinou ve víru spekulace.“ [31]

Níže uvedený graf 9 srovnává celkové výnosy očištěné o inflaci, a to konkrétně u krize ze 30. let a současné krize.

Graf 9: Celkové výnosy očištěné o inflaci, srovnání krize 30. let a současné krize



Zdroj: [37]

„Rozdílem oproti roku 1930 je existence povinného pojištění vkladů. Díky němuž neměli klienti tendenci shromažďovat se před bankovními pobočkami a chvatně vybírat veškeré vklady,“ označil za jeden z hlavních rozdílů obou krizí Pavel Kohout. [41]

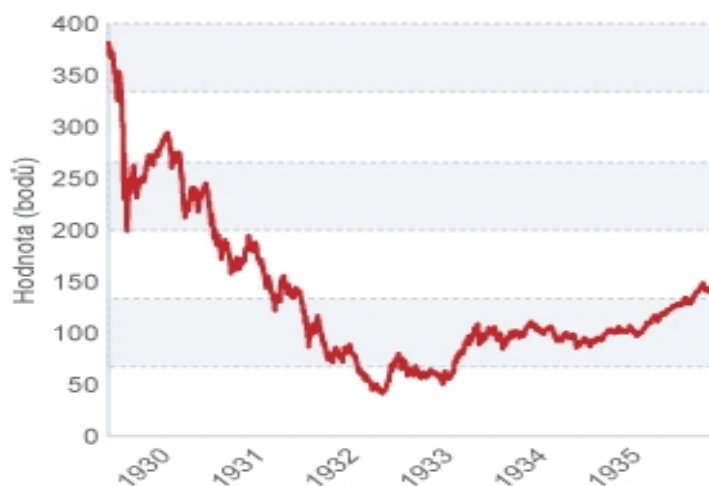
V roce 1929 zaujala americká vláda neutrální postoj a odmítala jakékoli zásahy, oproti nynějšku. Krach významné komerční banky Bank of the United States v prosinci 1929 vyvolal pády dalších bank, podniků a jednotlivců. Tehdejší restriktivní měnovou politiku lze považovat za jednu z příčin krize. Vedla totiž k akutnímu nedostatku likvidních prostředků potřebné pro investice a úplné krytí amerického dolaru zlatem.

V květnu 1931 začal platit Smoot-Hawleyův zákon, jenž vytvářel hlavní celní překážky pro dovoz do Spojených států. Tento zákon napodobňovaly další země a toto výrazně podlomilo mezinárodní obchod a nepřispělo k dobru krize. „Nyní se nic podobného neděje - konsenzus politiků a ekonomů ohledně zachování svobodného obchodu je až překvapující. Pokud se některý politik vyjádří ve prospěch ochrany domácího trhu (Nicolas Sarkozy), jde jen o prázdná prohlášení pro voliče,“ domnívá se Kohout. [41]

„Roosevelt spíše depresi - která mohla být daleko kratší - prodloužil. Zvýšily se daně, státní výdaje a regulace všeho možného. Nákladné programy na podporu zaměstnanosti moc nefungovaly. Spojené státy se definitivně dostaly z krize až v době války, kdy ekonomika a průmysl přešly na válečný režim,“ napsal novinář Jan Macháček. [41]

V první polovině 30. let zkrachovalo více než 8 000 amerických bank (1/3 USA bank) a v roce 2008 více než 40 peněžních ústavů. Mezi lety 1929 až 1930 klesl hrubý domácí produkt americké ekonomiky o 30 % a burzovní index Dow Jones spadl do roku 1932 dokonce o 90 %. Jestliže si někdo nakoupil tento akciový index v červenci 1932 (zde dosáhl svého dna stejně jako většina světových indexů), pak získal v průběhu následujícího roku 150 % výnosu. Toto lze vidět v grafu 10.

Graf 10: Dow Jones Industrial Average (Volný pád a zoufalství, 1929 - 1935)



Zdroj: [36]

Vzrostla rovněž nezaměstnanost na 25 %, krachovali podnikatelé, zavíraly se továrny a ceny zemědělských výrobků díky nadúrodě klesly o 50 %. Historik Niall Ferguson ve své knize *The Cash Nexus* uvádí, že tehdejší Československá ekonomika klesla v nehlubším bodě o 19,2 % z úrovně roku 1929. Ekonomika Francie upadla o 18,1 % a Německa o 22,6 %. [42]

Téměř o vše připravila Velká hospodářská krize třicátých let mága finanční analýzy Benjamina Grahama. Díky této zkušenosti se utvrdil v tom, že při investování je zapotřebí dopodrobna zkoumat účetní výkazy a nakupovat pouze opravdu dobré, zato podceňované firmy. Graham došel v roce 1930 k závěru, že krize již skončila a zainvestoval do akcií na úvěr. Do akcií investoval své úspory a navíc si ještě hodně vypůjčil (tzv. na margin¹⁰). Toto byla jeho největší chyba. [43]

Velká deprese zapříčinila rozmach socialismu, rozvoj extremistických sil v Německu, a tedy zprostředkovaně způsobila druhou světovou válku. Velká hospodářská krize 30. let byla tedy skutečnou „krizí“. Na druhou stranu ekonomika odstranila některé ze starých předsudků, které v letech 1929 – 1932 vedly k této krizi.

3.6 Závěr kapitoly

Tato kapitola byla věnována vývoji současné světové finanční krize v letech 2008 – 2009, která vznikla ve Spojených státech amerických. Byl popsán průběh této krize a co jí předcházelo.

Prvotní příčinou finanční krize byla především krize na hypotečním trhu a dále zadluženost USA. Nízké úvěrové sazby a bublina na realitním trhu podněcovaly americké domácnosti k dalšímu zadlužování s vírou budoucí růst hodnoty svých nemovitostí. Vysoce riskantní dluhy byly zabaleny do sekuritizované podoby a začaly se prodávat jako nové poutavé investiční nástroje. V srpnu roku 2007 zkrachovaly dva hedgeové fondy investiční banky Bear Stearns v USA, které byly právě kryté hypotékami, a došlo k panice. Krize pronikla na trh s cennými papíry a připravila tak hypoteční banky o hlavní zdroj finanční hotovosti. Jelikož mezinárodní investoři byli rovněž zapleteni do spekulací s americkými CP krytými hypotékami, začala se po celém světě šířit panika. Splaskla bublina na trzích aktiv

¹⁰ Margin znamená obchodování s CP na úvěr a je oblíben především u aktivnějších investorů. Princip spočívá v tom, že klient část své investice do akcie financuje z půjčených peněz a ručí za ně nakoupenými akciemi.

a finanční krize se změnila v krizi hospodářskou. Došlo k poklesu produktu, vzrostla nezaměstnanost a snížil se zahraniční obchod.

Následný vládní zásah do ekonomiky v době současné finanční krize byl historicky největší. Od července 2007 Federální rezervní banka a ministerstvo financí zavalily finanční odvětví stovkami miliard dolarů.

Nakonec tato kapitola srovnala současnou finanční krizi a krizi 30. let 20. století, kde lze zaznamenat mnoho společných znaků (např. úvěrový boom či spekulace).

4. Komparativní analýza současné finanční krize a Grúnderské krize z 19. století

Tato kapitola nazvaná jako komparativní analýza současné finanční krize a Grúnderské krize z 19. století se bude nejdříve věnovat krizi Grúnderské, přičemž bude ukázána na příkladu Rakouska. Bude popsán stav Rakouska před krizí a vývoj této krize. Dále bude provedena komparace vybraných krizí. Nejprve bude srovnán vývoj světa, úloha centrálních bank a systém měnových kurzů, a to vždy zvlášť pro 19. a od 20. století. Poté následují společné i rozdílné příčiny a důsledky vybraných krizí.

4.1 Matka všech krizí: Grúnderská krize

Grúnderská krize z roku 1873 byla nazvána „matkou všech krizí“, jelikož obdobné rysy je možno najít u všech následujících krizí, kdy jejich původem byla peněžní expanze. Jméno celé krizi dal německý výraz gründen neboli zakládat. Na rozdíl od současné finanční krize nevypukla v USA, ale v Rakousku a v Německu. Skončila sice vyřešena v průběhu několika měsíců, ale měla nedožrnné hospodářské následky. Po finanční krizi přišla recese, která trvala dlouhých šest let. Do 30. let 20. století se jednalo o největší finanční krizi vůbec a byla v 19. století největší hospodářskou krizí na našem území. Rovněž se jednalo o první cyklickou krizi v Českých zemích a postihla většinu tehdejšího vyspělého světa. Vývoj Grúnderské krize bude ukázán na příkladu Rakouska.

4.1.1 Vývoj Rakouska před krizí

Ve druhé polovina 60. a začátkem 70. let 19. století byla rakouská ekonomika ve znamení podnikatelského a investičního boomu. Od roku 1867 do krize roku 1873 bylo v Rakousku totiž licencováno na 1005 nových akciových společností (z toho 175 bank), ale jen 682 jich bylo zapsáno do obchodního rejstříku. Toto je nazýváno jako tzv. „grúnderská horečka“. Jednoduše řečeno šlo o založení mnoha nových podniků, a to v krátkém časovém úseku. Grúnderský boom lze přirovnat k akciové bublině internetových firem v roce 2000, kdy se věřilo, že internet přinese nesmírné podnikatelské příležitosti a budoucí zisky. Dění tehdy ovládl taktéž podobný „zakladatelský“ boom. [63]

Tím, jak rostla výroba, náklady i podnikatelské možnosti, projevovaly se potíže s financováním firem. Podniky začaly využívat především úvěrových zdrojů a vznikaly nové právní formy podnikání. Pro podnikatele bylo stále více typické si zakládat podniky v podobě akciové společnosti.

Akcie se staly nejvíce obchodovaným prvkem na kapitálovém trhu. Novou formou podnikání se stalo rovněž družstevnictví, které na rozdíl od akciových společností (kterým jde o zisk) mělo zabezpečit svépomoc a poskytování služeb svým členům. Investiční expanze se týkala nejvíce výstavby železnic a oboru stavebnictví. Rozmach byl samozřejmě doprovázen rozkvětem bankovního i burzovního sektoru. Aby se habsburská říše mohla průmyslově rozvíjet, bylo zapotřebí značných investic. Kapitálový trh habsburské říše poskytoval potřebné zdroje k investicím, a tudíž nabývaly na prestiži a významnosti peněžní instituce (např. banky, spořitelny). Vídeň se tak stala centrem kapitálového trhu a doménou velkých bank. Banky financovaly úvěrové operace související s vypisováním státních půjček a angažovaly se ve výstavbě veřejně prospěšných projektů, jako je železnice. Banky se soustředily nejen na stát, ale i na soukromé projekty, a tím získaly silné postavení a postupnou kontrolu nad průmyslem a obchodem v Rakousku. Banky se účastnily zakládání nových firem a usilovaly i o získání úvěrového monopolu v daném podniku. Provázáním bank a podniků vznikaly monopoly, a to od 70. do 80. let 19. století (např. železářský kartel pěti velkopodniků založený v roce 1886). [63]

Tab. 2: Centralizace rakouského bankovního kapitálu 1853/73 v mil. zlatých

| Rok | Oblast, banky a kapitál | | | | | |
|-------------------|--------------------------------|------------------------|-------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| <i>Konec roku</i> | <i>Vídeň</i> | | <i>Provincie</i> | | <i>Rakousko celkem</i> | |
| | <i>Počet bank</i> | <i>Akciový kapitál</i> | <i>Počet bank</i> | <i>Akciový kapitál</i> | <i>Počet bank</i> | <i>Akciový kapitál</i> |
| 1853 | 1 | 6,7 | - | - | 1 | 6,7 |
| 1867 | 5 | 71,4 | 7 | 10,5 | 12 | 81,9 |
| 1868 | 9 | 80,9 | 10 | 11,2 | 19 | 92,1 |
| 1870 | 20 | 128,7 | 26 | 23,4 | 46 | 152,1 |
| 1872 | 58 | 327,1 | 62 | 91,2 | 120 | 418,4 |
| V. 1873 | 68 | 429,2 | 68 | 99,6 | 136 | 528,8 |

Zdroj: [14]

Výše uvedená tabulka 2 dokládá postupný nárůst bank v Rakousku, a to v letech 1853 až 1873.

Pro rakouské hospodářství byla do šedesátých let 19. století typická silná protekcionistická politika. Roku 1841 nastal zlom v hospodářské politice, jelikož se ve vládním programu hovořilo o přiměřených clech. Roku 1844 byla cla snížena v několika tarifních položkách. Nový celní tarif, který snižoval vysoká cla jako celek, byl vydán v letech 1851 a 1853. V 60. a 70. letech došlo k řadě bilaterálních smluv s jednotlivými státy o snižování celních bariér (např. Španělsko, Švýcarsko, Rumunsko, Čína či Japonsko). Rakousko se však v roce 1878 vrátilo k ochranářské politice, a to uzákoněním nového autonomního celního tarifu. Nemalý vliv na návrat k ochranářské hospodářské politice měla i krize roku 1873. Došlo k postupným jednáním s jednotlivými zeměmi a byly uzavřeny smlouvy a ty prodlužovány. V roce 1905 uzavřelo Rakousko konečné smlouvy, které měly stále ochranářské tendence a platily až do roku 1971. Následující tabulka 3 zobrazuje vývoj zahraničního obchodu Rakouska v milionech korun a dokládá výše popsanou hospodářskou politiku Rakouska. V důsledku provedených opatření je viditelný dopad na vývoj zejména dovozu, kdy 80. léta byla ve znamení stagnace. [63]

Tab. 3: Obchodní bilance Rakouska ve vybraných časových úsecích

| Rok | Roční průměr v milionech korun | |
|---------|--------------------------------|--------|
| | Dovoz | Vývoz |
| 1831-35 | 160,6 | 174,4 |
| 1846-50 | 245,8 | 223,2 |
| 1855-59 | 488,4 | 469,8 |
| 1860-64 | 480,6 | 597,6 |
| 1865-69 | 630,2 | 779,4 |
| 1870-74 | 1095,2 | 845,6 |
| 1875-79 | 1090,4 | 1160,2 |
| 1880-84 | 1258,8 | 1452,3 |
| 1885-89 | 1115,1 | 1415,4 |
| 1889-94 | 1287,0 | 1534,7 |
| 1895-99 | 1523,0 | 1608,2 |
| 1900-04 | 1798,7 | 1991,9 |
| 1905-09 | 2426,7 | 2331,2 |
| 1910-13 | 3251,1 | 2581,0 |

Zdroj: [15]

Nárůst pruských železnic se od března 1870 postaral o lepší rozpoložení, které se projevilo i v dalších oborech. Železniční doprava byla tehdy velmi důležitá nejen pro ekonomické systémy všech zemí. Níže uvedená tabulka 4 srovnává jednotlivé země dle délky jejich železniční sítě v kilometrech a je vidět velký nárůst u všech vybraných zemí, mezi lety 1840 až 1914.

Tab. 4: Délka otevřených železničních tratí v kilometrech

| Země | Rok | | |
|-------------------------|-------|----------------------------|----------------------------|
| | 1840 | 1870 | 1914 |
| <i>Rakousko-Uhersko</i> | 144 | 6 112 | 22 981 (<i>rok 1913</i>) |
| <i>Německo</i> | 469 | 18 876 | 61 749 |
| <i>Velká Británie</i> | 2 390 | 21 558 (<i>rok 1871</i>) | 32 623 |
| <i>USA</i> | 4 510 | 84 675 | 410 475 |
| <i>Rusko</i> | 27 | 10 731 | 62 300 |
| <i>Francie</i> | 410 | 15 544 | 37 400 |
| <i>Itálie</i> | 20 | 6 429 | 19 125 |
| <i>Belgie</i> | 334 | 2 897 | 4 676 |

Zdroj: [63]

4.1.2 Průběh Grúnderské krize

Tato podkapitola se bude věnovat průběhu Grúnderské krize, přičemž bude vysvětlena na příkladu Rakouska. Bude popsáno nafukování bubliny, které vedlo k této krizi.

12. března 1870 získala Deutsche bank koncesi, o pár dní později vkročila s dosti velkým úspěchem na burzu a připojila se tak k rozvoji bankovního sektoru. Jenže v červnu patřilo již toto oživení k minulosti. Nejdříve došlo k drobnému poklesu kurzů, ale 11. června bezprostřední válečná hrozba vyvolala paniku. Investoři již očekávali vlastní vyhlášení prusko-francouzské války, a tak po 19. červnu, místo dalšího propadu, burza pokračovala pouze v mírném poklesu. Od 11.června do konce měsíce německé akcie ztratily průměrně okolo 20 %. Ale například akcie "Darmstädter Bank" poklesly o 36,5% a "Berlin-Potsdamer-Eisenbahn" o 32%. Na konci června se již trh zklidnil a vyčkával co bude dále. Prusko-francouzská válka trvala od 19. července 1870 do 10. května 1871. Dne 1. září 1870 došlo k návratu či k překonání hodnot většiny akcií. Konec roku 1870 byl ve znamení návratu nejistoty, kdy k tomuto jistě dopomohl i úpadek "krále železnic" B. H. Strousberga. [11]

V roce 1871 bylo frankfurtským mírem ustanoveno, že Francie má zaplatit pět mld. franků válečných reparací po prohrané prusko-francouzské válce. Francie zaplatila Prusku jednorázově sumu ve zlatě, která odpovídala 22 % francouzského HDP a přibližně jedné třetině HDP Německa. Jelikož v té době ještě neexistovala centrální banka, která by byla schopná francouzské zlato sterilizovat, došlo k úvěrovému boomu. Tato situace vyvolala měnovou expanzi na území německy mluvících zemích, podněcovala k podnikatelskému a průmyslovému růstu. Francouzské reparace byly na konci roku 1872 splaceny a na přehřátém německém trhu se objevily první mraky. Na německém akciovém trhu došlo k vybírání zisků, ale v Rakousko-Uhersku boom ještě pokračoval. Akcie na vídeňské burze (podobně jako v Německu) měly již svůj největší růst za sebou. První čtvrtletí roku 1873 bylo ještě ve znamení mírného posilování burzy, a to díky vyhlídkám na pokračující konjunkturu. [49]

Dne 1. května 1873 se konalo slavnostní otevření 5. Světové výstavy ve Vídni. Právě tato připravovaná expozice dodávala rakouským investorům optimismus. Tento den však skončil neúspěchem. Na velkolepě pojatou akci přišlo místo očekávaných 20 miliónů lidí jen 7 miliónů a výstava tak skončila se ztrátou 15 miliónů zlatých. Podniky, které byly na tuto akci navázány, se dostaly do problémů, když nebyly schopny splácet své závazky. Do nesnází se dostávaly rovněž banky poskytující úvěry. Takovéto pohledávky se totiž stávají nedobytnými a nastává tak „credit crunch“. Na společnosti, které se podílely na přípravě Světové výstavy byly napojeny rovněž další podniky. Jakožto jejich subdodavatelé i oni zkrachovali. Banky proto musely odepsat pohledávky, které za takovými firmami měly. Výsledkem tohoto všeho byl rozpad bankovní soustavy. Ke krizi bankovního sektoru se přidává pokles odbytu podniků, což vyvolalo snížení investičních aktivit. Připočítáme-li ke všemu multiplikační efekty toho všeho, dochází ke snížení agregátní poptávky. [49]

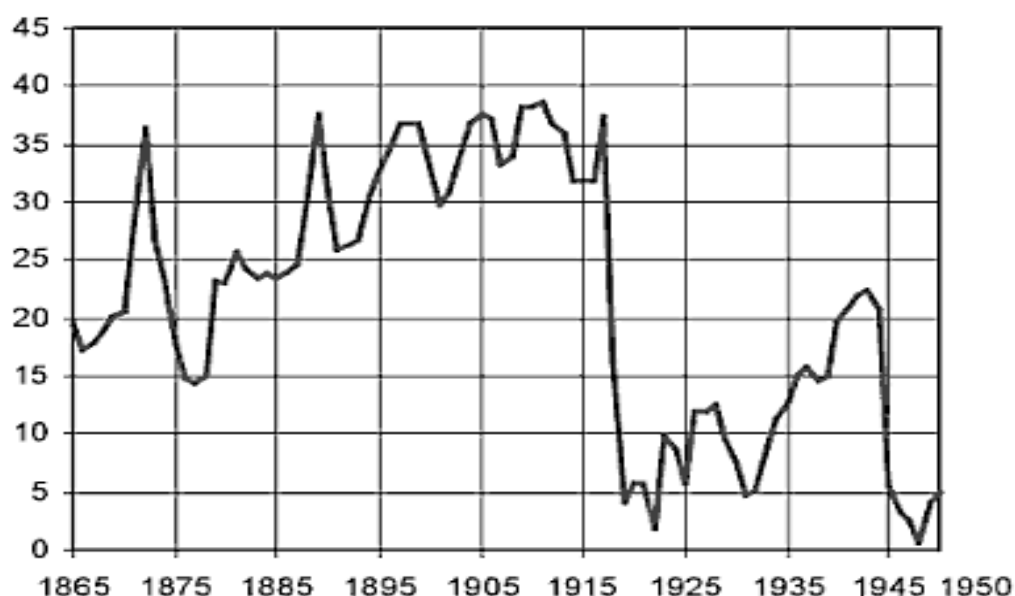
Do roku 1873 v Rakousku výrazně vzrostla hodnota bilančních sum bank, poskytnutých bankovních úvěrů, emitovaných CP a jejich tržních cen, ale i zadluženost podnikatelského odvětví. Rakouská ekonomika byla tehdy velmi předlužená. Tento fakt vyvolal tlak na Rakousko-Uherskou banku, která 8. května 1873 zastavila eskontování směnek. Toto způsobilo paniku na Vídeňské burze, výprodeje CP a propad jejich cen.

Po hromadných výprodejích došlo v pátek 9. května 1873 (tzv. černý pátek) k uzavření Vídeňské burzy a 120 akciových společností hlásilo platební neschopnost, která vyústila v paniku a propadu kurzu akcií. Tím, jak akcie padají, snaží se je investoři prodávat,

což zapříčiňuje další poklesy jejich kurzů. Makléřské banky žádají o vrácení úvěrů od spekulantů, ale ti již peníze nemají. Proto se banky snaží prodávat zástavu, konkrétně akcie. Tím ale ceny padají stále níže a banky musí tato svá aktiva odepsat.

Bankrot na Berlínské burze se projevil až 13. května (shodný mechanismus jako ve Vídni), protože němečtí investoři nejprve považovali vzniklou situaci ve Vídni za lokální. Až zprávy o prasknutí investiční bubliny amerických železničních společností vyvolaly propad berlínské burzy a rovněž došlo k poklesu poptávky po rakouských vývozech. Níže uvedený graf 11 popisuje německý akciový trh v letech 1865 až 1950 a je zde viditelný propad v roce 1873. [48]

Graf 11: Německý akciový trh v letech 1865 - 1950



(1969 = 100 bodů)

Zdroj: [13]

Rakouský ministr financí ve spolupráci s bankami založil dne 10. května 1873 „podpůrný výbor“. Přesto ale zůstala Vídeňská burza až do 13. května uzavřena. V průběhu těchto dní největší panika opadla. Císařský dekret, který zrušil povinnost Rakousko-Uherské banky eskontovat směnky, byl vydán 16. května 1873 a byl platný až do října 1874.

Citelně byl zasažen bankovní sektor, kdy nejdříve zkrachovalo mnoho „makléřských bank“. Později se finanční krize rozrostla rovněž na ostatní vídeňské banky. Tabulka 5 již pouze dokládá krach akcií vídeňských bank v roce 1873.

Tab. 5: Zhroucení vybraných akcií vídeňských bank (Vídeňská burza, 1873)

| Název banky | Nejvyšší kurs (zl.) | (Nejnižší kurs (zl.) | Kapitálová ztráta (%) |
|-----------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Wiener Maklerbank | 267 | 0 | 100 |
| Wiener Wechslerbank | 372 | 0 | 100 |
| Hypothekar-Rentenbank | 277 | 12 | 96 |
| Wiener Bankverein | 374 | 40 | 89 |
| Boden-Credit-Anstalt | 297 | 97 | 67 |
| Anglo-Oesterreichische Bank | 316 | 107 | 66 |
| Union-Bank | 270 | 98 | 64 |

Zdroj: [16]

V následujícím desetiletí zkrachovaly čtyři pětiny vídeňských a dvě třetiny mimovídeňských bank. Rakouskou ekonomiku tak zasáhla dlouhá hospodářská krize, způsobená „credit crunch“. Ani českým zemím se rakouská bankovní krize nevyhnula. V době krize a v následující depresi ukončilo svou činnost 80 % bank, které vznikly před rokem 1873. Například z těch větších bank se jednalo o Prager Wechslerbank, Prager Wechselstubengesellschaft, Česká banka pro stavby a nemovitosti či Všeobecná česká banka. Zhroucení akcií na Vídeňské burze se projevilo rovněž na Pražské burze pro cenné papíry a zboží, která byla založena v roce 1871. Zhroutily se zde zejména akcie bank, což je patrné z následující tabulky 6. [65]

Tab. 6: Zhroucení vybraných akcií českých bank (Pražská burza, 1873)

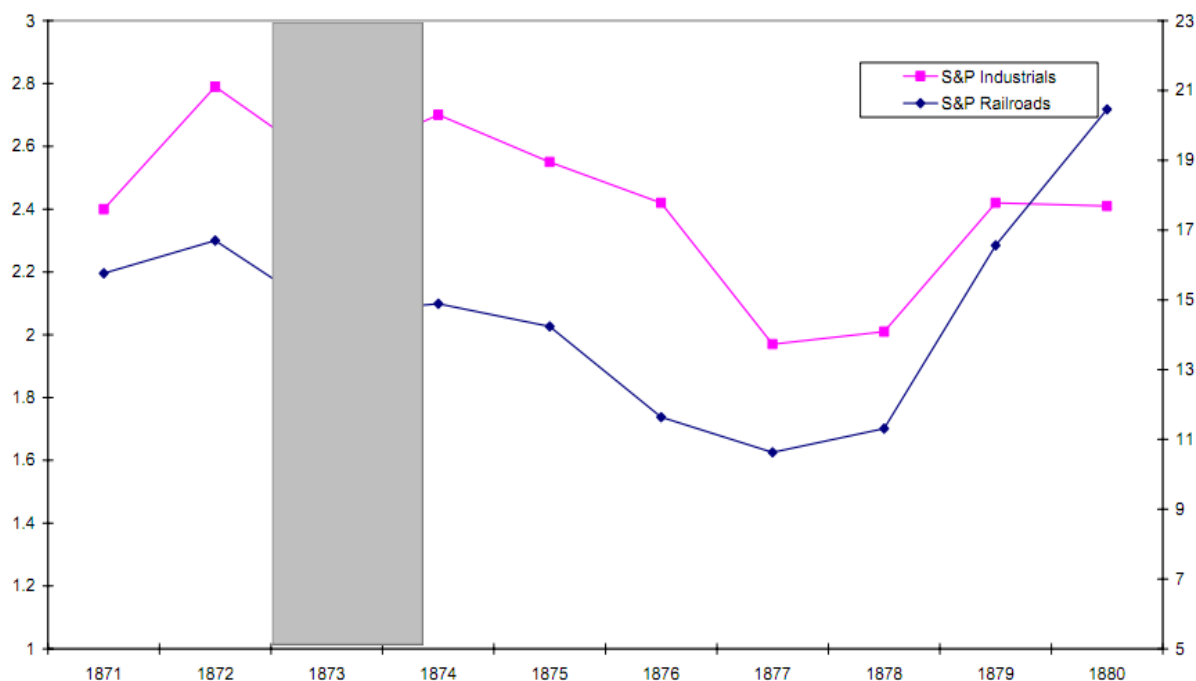
| Název banky | Kurs 31.12.1872 (zl.) | Kurs 31.12.1873 (zl.) | Kapitálová ztráta (%) |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Všeobecná česká banka | 211 | 16,0 | 92 |
| Směnečná banka | 221 | 25,8 | 88 |
| Pražský bankovní spol. | 107 | 26,0 | 76 |
| Česká banka pro obchod | 93 | 24,2 | 74 |
| Česká banka Union | 124 | 35,0 | 72 |
| Český spořitelní spolek | 85 | 26,8 | 69 |
| Česká stavební banka | 73 | 24,0 | 67 |
| Stavební banka | 73 | 24,0 | 67 |

Zdroj: [16]

Červen 1873 byl ve znamení pádů bank a protože Rakousko mělo úzké obchodní styky s Německem, tak se bankroty přesunuly i do zahraničí. Došlo k otřesu bankovního sektoru, kdy ze 136 bank v roce 1873 jich zbylo pouze 44 v roce 1878. Rovněž došlo k nárůstu nezaměstnanosti, protože došlo k uzavření mnohých továren.

Krize se projevila rovněž v USA, kde nastal podobný úvěrový a železniční boom. Již tabulka 4 zobrazovala rozvoj délky železniční sítě USA. Úpadek v Rakousku vyvolal dne 18. září 1873 rovněž pád na americké burze New York Stock Exchange (NYSE) a poškodil části rakouských peněžních ústavů, které zde existovaly. Newyorská burza byla dokonce i zavřena a otevřena až koncem září. Následně v USA stoupla nezaměstnanost. Například v roce 1875 byly bez práce milióny Američanů a míra nezaměstnanosti dosáhla 14 %. Níže uvedený graf 12 znázorňuje vývoj cen akcií S&P Industrial Index (průmyslový) a S&P Railroads Index (železniční) v období let 1865 až 1880 a je zde znatelný jejich pokles v roce 1873. Co se týče vývoje na kapitálových trzích, je pozoruhodné, že tenkrát nebyl o nic pomalejší než v 21. století. Americké banky začaly krachovat v září 1873 a takto vznikla světová finanční krize. [10]

Graf 12: Indexy S&P 1865 - 1880



Zdroj: [67]

V 70. letech v důsledku snižování dopravních nákladů došlo k silnému přílivu levného obilí do Evropy z USA, Ruska a Indie. Tento dovoz ze zahraničí vyvolal agrární krizi. Toto vše přispělo k dalšímu snížení agregátní poptávky, prohloubení krize a růstu nezaměstnanosti.

Tab. 7: Světová produkce obilí od období 1831 - 1840 do roku 1888 (v mil. bušlů)

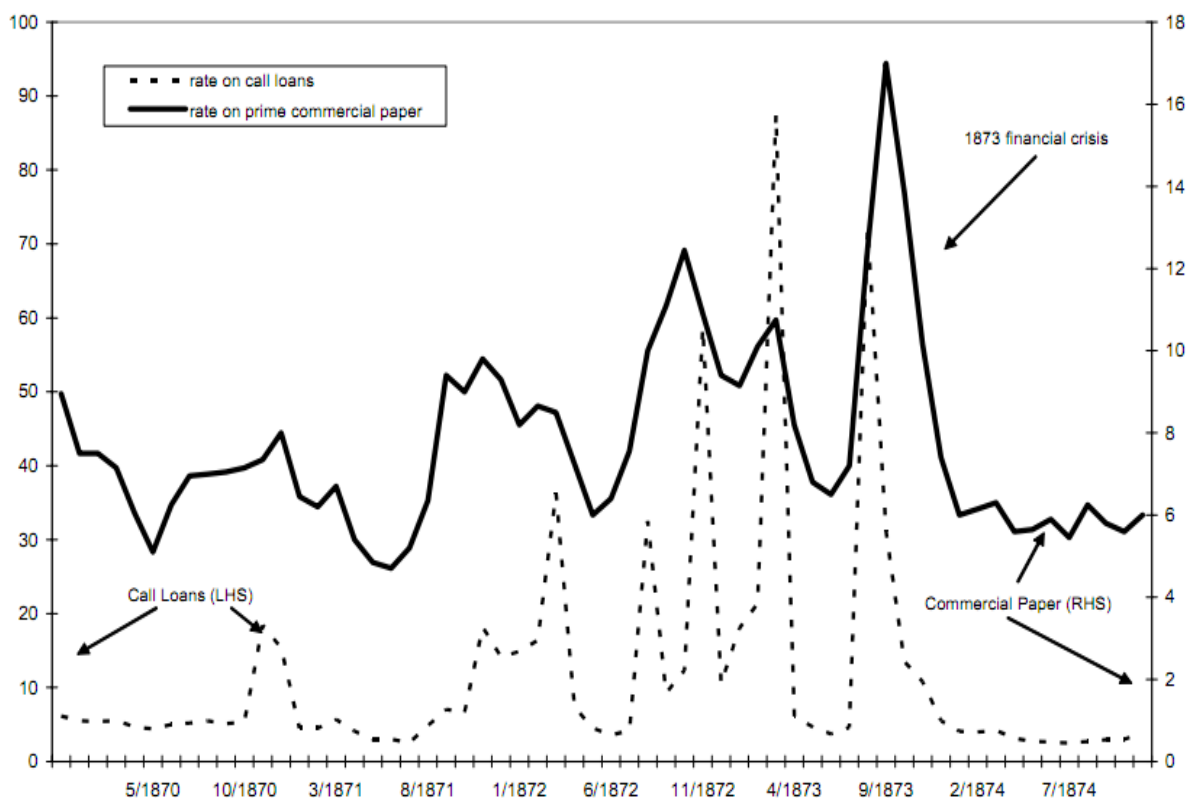
| | 1831 - 40 | 1851 - 60 | 1871 - 80 | růst (v %) 1871 – 80 ku 1851 – 60 | 1881 - 87 | 1888 |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|---|-----------|------|
| Německo | 50 | 70 | 94 | 34,3 | 98 | 103 |
| Rusko | 110 | 130 | 224 | 72,3 | 250 | 258 |
| Itálie | 60 | 75 | 115 | 53,3 | 105 | 141 |
| Španělsko | 58 | 70 | 114 | 62,9 | 133 | 170 |
| Evropa celkem | 712 | 857 | 1126 | 31,4 | 1231 | 1296 |
| USA | 78 | 137 | 338 | 146,7 | 440 | 415 |
| Kanada + Austrálie | 8 | 17 | 48 | 182,4 | 74 | 82 |
| Indie + ostatní | 108 | 187 | 282 | 50,8 | 375 | 478 |
| Celkem | 906 | 1198 | 1794 | 49,7 | 2120 | 2271 |
| Roční průměrný růst v % | | 1,4 | 2 | | 1,68 | 1,73 |

Zdroj: [68]

Tabulka 7 dokládá, že mezi lety 1871 - 80 došlo k téměř 50% nárůstu produkce obilí. Levné obilí zasáhlo zemědělce některých států, zejména Německa. Německo bylo dříve čistým vývozcem obilí, tehdy se ovšem stalo naopak dovozcem. Tento fakt podnítil říšského kancléře Bismarcka, aby zvýšil ochranu německého trhu. Ve dvou vlnách zavedl protekcionistická opatření. Za ochranou stála vedle zájmových skupin rovněž specifická ekonomická teorie, tzv. Německá historická škola. Důsledkem ochrany byl růst cen obilí v Německu, které byly výrazně vyšší než v jiných zemích, například Anglii. Na ochranu zemědělců dopláceli především němečtí spotřebitelé. Příklad Německa brzy následovaly rovněž další země. [68]

Následující graf 13 zachycuje vývoj amerických úrokových sazeb. Konkrétně se jedná o úrokovou sazbu vypověditelné půjčky (rate on call loans) a kvalitního cenného papíru (rate on prime commercial paper). Z grafu je zřejmý pokles takovýchto úrokových sazeb od roku 1873, a to vlivem finanční krize.

Graf 13: Americké úrokové sazby 1870 - 1874



Zdroj: [67]

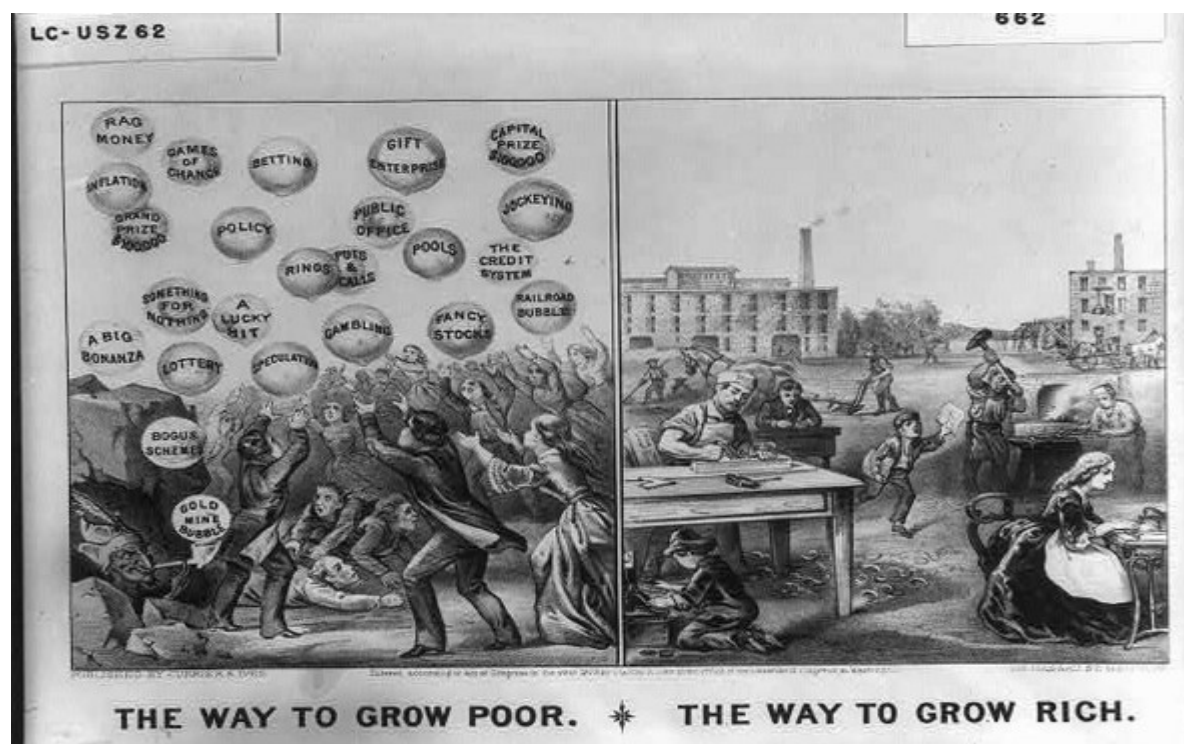
4.2 Komparace vybraných krizí

Tato část se bude zabývat srovnáním současné světové finanční krize z roku 2008 a Grúnderské krize z roku 1873. Vybrané krize spadají sice každá do jiného století, ale měly podobný scénář. V roce 1873 se jednalo o fyzický dovoz zlata z důvodu vyhrané války, který vyvolal úvěrovou expanzi. Krize roku 2008 byla zapříčiněna úvěrovou expanzí, ale v jiném měnovém režimu (pouze technický rozdíl). Roky 1873 a 2008 si byly ovšem principiálně dosti podobné. V soudobé krizi však nezkrachovalo 80 % bank díky akcím centrálních bank, jak tomu bylo u krize Grúnderské.

Inovace nebo jiné změny pohánějí ekonomiku k růstu a produkují víru v budoucí zisky. Pokud se ovšem vytvoří investiční šílenství založené na úvěrových zdrojích, nafoukne se investiční bublina. Přitom, jak se bublina nafukuje, mnoho aktiv (např. akcie) je kupováno na úvěr. V takových chvílích jsou totiž investoři nerozumně přesvědčeni o tom, že přeci jejich, ať už kapitálové či dividendové, výnosy zákonitě musí vzrůstat. Burzovní spekulace, burzy a hodnota obchodovaných aktiv rostou. Jestliže je ekonomická nerovnováha neudržitelná, bublina splaskne a optimismus vystřídá pesimismus. Viditelným projevem dlouhou dobu vytvářené ekonomické nerovnováhy je krach burz, nikoliv skutečnou příčinou. Poté zpravidla dojde k finanční a hospodářské krizi. Toto je klasický scénář, který nastal u obou vybraných krizí.

Gründerská krize, která zdánlivě začala krachem burzy v roce 1873, vytvořila umělé překážky mezinárodního obchodu, vedla k uplatňování celních válek a ochranářství. Přitom mezinárodní obchod je pramenem bohatství a ochranářství vede k neefektivitě a plýtvání. Obrázek „Cesta k chudobě – Cesta k bohatství“ („The way to grow poor. The way to grow rich“) uvedený níže je živou vzpomínkou na Gründerskou krizi. [52]

Schéma 6: „Cesta k chudobě – Cesta k bohatství“



Zdroj: [52]

Obrázek znázorňuje situaci, kdy lidé natahují ruce po bublinách, které jsou označeny nenáročnými, ovšem nebezpečnými metodami, jak získat peníze (např. se jedná o sázení, spekulace či úvěrování). Na straně označené jako „způsob zvýšení bohatství“ pracují lidé v reálné ekonomice, produkují statky a služby uspokojující jejich potřeby.

Krise z roku 1873 vedla k vzestupu marxismu a viníkem za vznik této krize byl označen kapitalismus, a to zčásti oprávněně. Kapitalismus odráží lidské vlastnosti a přednosti, které jsou motorem pokroku. Později se ukázalo, že úsilí vymýtit kapitalismus jako původ krize, zapříčinilo větší škody než sama krize. Ideologie podobná marxismu se v současnosti naštěstí nerozmohla. [11]

V 19. století lze nalézt analogii s krizí roku 2008, a to ohledně expanze na trhu nemovitostí. „V Berlíně získala bezcenná pískoviště daleko od města větší cenu než vinice v Porýní; ve Vídni, nedaleko od chrámu svatého Štěpána, stál čtvereční sáh (1,9 x 1,9 m) stavební parcely 700 zlatých a jeden zahradník, který si před pár lety koupil zahradu za 10 000 zlatých, ji teď prodal za 145 000, (...) V Německu a Rakousku se za pár let mzdy dělníků zvýšily o 25 – 30 %, cituje autor knihy *Spekulanti a finanční katastrofy* Anton Mayer dobové prameny. [9]

4.2.1 Svět v 19. století

Polovina 18. a začátek 19. století byl ve znamení průmyslové revoluce, která začala v Anglii a rozšířila se po celém světě. Právě Anglie byla tehdy nejrozvinutějším státem a měla nejvíce kolonií (např. Kanada, Austrálie, Čína). Jediným potenciálním konkurentem byla Francie, která byla ovšem po válkách ekonomicky vyčerpaná.

Zásadní byl vynález parního stroje roku 1760. Parní stroj začal nahrazovat lidskou práci v továrnách. Rozvinulo se rovněž zpracování oceli a těžební průmysl. V polovině 19. století již bylo mnoho průmyslu v Prusku (Porýní a Porúří), Francii a habsburské monarchii. Stále více lidí pracovalo v továrnách za pravidelný plat. Toto podporovalo růst spotřeby a další rozvoj průmyslu. Později ale začala nezaměstnanost zase stoupat.

Znakem průmyslové revoluce byl růst moci buržoazie (měšťanstva). Tato doba je nazývána jako zakladatelské období kapitalismu, kdy se do měst stěhoval velký počet lidí. Záhy však nastal na trhu práce přebytek pracovní síly a došlo k poklesu mezd. Zpočátku nebyly instituce na ochranu dělníků a zaměstnavatel je mohl tedy kdykoliv propustit. Odbory

a sociální politické strany začaly vznikat až ke konci 19. století. Porodnost byla tehdy vysoká a rostla. Lidé se snažili o velký počet dětí, aby se o ně ve stáří postaraly. [59]

V 60. a 70. letech 19. století došlo k završení průmyslové revoluce v západní Evropě a v USA. Světová průmyslová výroba se zvyšovala (průměrně o 4 % ročně). Důvodem byly intenzivní (vyšší produktivita práce) a extenzivní faktory (větší počet továren). Postupem času se ocel stala hlavní konstrukční surovinou a společně s ocelí se rozvíjelo rovněž strojírenství. Textilní a potravinářský průmysl postupně ztrácel své dominantní postavení a začal převládat těžký průmysl. V polovině 19. století se ropa dostávala do popředí, a to jako komerční zboží. Byla sice známa již dříve, ale její využívání bylo spíše vedlejší. Hlavní roli v dopravě devatenáctého století sehrála železnice, přičemž velkými průkopníky ve stavbě železnic byly Británie a USA. Železnice nejen že urychlila a zlevnila dopravu, ale podpořila vznik světového trhu.

Nejvýznamnější ekonomickou událostí 19. století byl vznik světového hospodářství a zásadní vliv na něj měl vývoj mezinárodní dělby práce. Tím, jak se prohlubovala dělba práce, tak na důležitosti nabíral rovněž mezinárodní obchod. Rozkvět mezinárodního obchodu rovněž příznivě ovlivnil přechod mnoha zemí na zlatý standart. [60]

4.2.2 Svět od 20. století

Celé 20. století bylo ve znamení propojování ekonomik jednotlivých zemí. Hlavním motorem ekonomické globalizace je především světový obchod a zahraniční investice. Propojenost ekonomik patrně dopomohla k celosvětovému růstu produkce a blahobytu.

K mohutnému odstraňování cel, kvót a jiných překážek mezinárodního obchodu docházelo od 70. let 20. století. Obdobná liberalizace se týkala rovněž finančních trhů jednotlivých států. S růstem otevřenosti světových finančních trhů docházelo taktéž k nárůstu jejich nestability. Obchodování na finančních trzích se začal stále více podílet též spekulativní kapitál. Propojenost finančních trhů, spolu s moderní technologií a rychlým přenosem informací, závislostí otevřených ekonomik a podniků na trzích finančních derivátů mohou způsobit potíže. Toto dokazuje i současná ekonomická krize. Přes ohromný objem obchodovaných prostředků a vliv na reálnou ekonomiku jsou finanční trhy relativně křehké a zranitelné. Globalizaci finančních trhů si lze jen ztěžka představit bez nových technologií.

Investoři mohou tak reagovat na změny po celém světě i v průběhu několika vteřin. Došlo k nárůstu transakcí prováděných na finančních trzích a k finančním inovacím. [66]

Od roku 1945 jsou USA velmoc politickou i ekonomickou. V poválečných letech byla Evropa závislá na Spojených státech (např. Marshallův plán na obnovu Evropy). Protože americká ekonomika nebyla válkou dotčena, spíše posílena, získala silné a nezávislé postavení. Moderní průmysl, rychle se rozvíjející sektor služeb a silná vědecko-výzkumná základna dopomohly k výraznému rozvoji americké ekonomiky v porovnání se zbytkem světa. [61]

4.2.3 Úloha rakouské centrální banky v 19. století

V roce 1816 vznikla Privilegovaná rakouská národní banka v centru rakouského bankovníctví, ve Vídni. Jednalo se o soukromou akciovou společnost, která měla emisní monopol na území Rakouska (ne Uher) na dobu 25 let. Státovky mohlo ovšem emitovat rovněž ministerstvo financí. Hlavní činností banky byla snaha o stabilizaci tragické finanční situace státu po napoleonských válkách. Pod přímou kontrolu ministerstva financí se banka dostala v roce 1841 a stala se absolutním emisním monopoem. V roce 1867 se rozšířily bankovky banky rovněž na území Uher, a to po rakousko-uherském vyrovnání ve stejném roce.

V roce 1878 vznikla nová Rakousko-Uherská banka a vykonávala monopol v celé monarchii, přičemž byl zachován vliv státu přes ministerstvo financí. V té době měnová politika neměla příliš smyslu, protože většina peněz v oběhu byly peníze v hotovosti kryté drahými kovy (stříbrem) a podle zákona o peněžní reformě od roku 1892 zlatem.

V roce 1873 probíhala hospodářská krize, jenž byla spojena rovněž se státním bankrotem. Bilance Rakousko-Uherské centrální banky byla tehdy tajná, ale z některých zdrojů je zřejmé, že banka vládu velmi často uvěřovala. Toto s poměrně nízkou rozpočtovou kázní bylo nejvýznamnějším důvodem úpadku veřejných financí monarchie. [55]

4.2.4 Úloha americké centrální banky od 20. století

Od 20. století má centrální banka zásadní úlohu v ekonomice. Cílem americké centrální banky FED je stabilita cenové hladiny a podpora ekonomického růstu. Do roku 1978 měli americkou centrální banku FED pevně v rukou jen bankéři. Ovlivňovat a řídit ho

vláda do té doby nemohla, až později dostala právo dohlížet nad jeho hospodařením. Stejně tak jakákoli rozhodnutí může FED činit bez potřeby povolení vlády, kongresu či prezidenta. V jeho čele stojí sedm guvernérů, které jmenuje prezident. FED je organizace s dlouhodobým výhledem, a proto jsou jejich funkční období dlouhá (14 let). Těchto sedm guvernérů řídí dvanáct bank, které jsou základem struktury FEDu.

V letech 2001 až 2003 FED uplatňoval měnovou expanzi formou nízkých úrokových sazeb. Jeho cílem číslo jedna tehdy byl ekonomický růst, který vyměnil za cenovou stabilitu. Cenovou stabilitu sice udržel, ale způsobil úvěrový boom. Podkapitola 3.1 mimo jiné popisuje pokles úrokových sazeb, který odstartoval v roce 2001 v reakci na splasknutí technologické bubliny.

V roce 2004 FED začal zvyšovat úrokové sazby. Každý, kdo měl sjednané hypotéky s odloženým splácením (na 2-3 roky) v době nízkých úrokových sazeb, nebyl nyní schopen splácet. Došlo tak k růstu počtu nesplacených hypoték. Díky sekuritizaci se takovéto hypotéky dostaly do celého bankovního odvětví. Když se v roce 2008 dostal do problémů sektor hypoték, FED snížil diskontní sazby na přímé úvěry bankám. Odstartoval program, který se zaměřil na dodávání likvidity a měl za cíl podporu komerčních bank i dalších finančních institucí. [56]

4.2.5 Systém měnových kurzů v 19. století

Do konce 19. století byla jednotlivá platidla většinou svázána s nějakou fyzickou surovinou (zlato, stříbro či bronz), a to většinou s takovou, ze které byla sama vyráběna. Směnný kurs mezi jednotlivými komoditami a měnami byl ponechán volnému trhu, přičemž představoval poměr hodnoty (obsahu) drahého kovu. Občas byl stanoven úřady anebo správci, kteří byli zmocněni vládou. Ke konci 19. století byl prakticky po celém světě zaveden tzv. zlatý standard, kdy zlato jako cenný kov sloužilo ke krytí jednotlivých měn a současně fungovalo jako návod k přepočtu těchto měn (tzv. zlatá měnová soustava). [57]

4.2.6 Systém měnových kurzů od 20. století

Systém zlatého standartu skončil s první světovou válkou a měny přestaly být kryté zlatem. Rovněž často docházelo k úpravám měnovým kurzům. Roku 1945 byl založen Mezinárodní měnový fond v Bretton Woods, kdy jeho prvním úkolem bylo dohlížení a řízení systému pevných devizových kursů. Hodnota všech světových měn byla vztahována ke zlatu

a americkému dolaru. Dalším úkolem MMF bylo poskytovat krátkodobé finanční podpory těm zemím, které vypotřebovaly své zahraniční měnové rezervy a dostaly se do nesnází. V roce 1973 došlo ke zhroucení systému pevných devizových kurzů, kdy se stal neudržitelným a většina evropských zemí se ho rozhodla opustit. Toto znamenalo konec Brettonwoodského měnového systému.

Zrušením směnitelnosti dolaru došlo k samovolnému vzniku nového mezinárodního měnového systému volně směnitelných měn. V systému plovoucích kurzů měny nemají oficiální paritu (kupní sílu) a jejich kurz je tak tvořen nabídkou a poptávkou na trhu. Systém volně plovoucích měn je typický rys současného mezinárodního měnového systému, kdy již žádná měna není směnitelná za zlato. Některé měny využívají volně plovoucí kurzy (dolar, euro, koruna), jiné jsou tzv. zavěšeny na měny jiné v systému fixních parit. Parity zavěšených měn jsou dány poměrem k měně standardu (nebo měnovému koši). [58]

4.2.7 Příčiny vybraných krizí

Tato podkapitola shrnuje vše, co bylo doposud analyzováno. Dle výše uvedeného je možno nalézt jak společné, tak rozdílné příčiny Grúnderské a současné krize.

Společné příčiny vybraných krizí:

- přehřátá ekonomika,
- nadměrná úvěrová expanze,
- bubliny na akciovém a nemovitostním trhu,
- přílišné spekulace,
- naivní optimismus investorů.

Rozdílné příčiny:

Grúnderská krize:

- Grúnderský (zakladatelský) boom po vyhrané válce,
- otevření 5. Světové výstavy,
- pokles poptávky po rakouských exportech,
- agrární krize,
- kapitalismus 19. století.

Současná krize:

- záchranná monetární politika po krachu bankovního sektoru v reakci na pád akciových trhů na počátku roku 2000,
- nadměrné zadlužování amerických domácností,
- finanční inovace (sekuritizace),
- nepoctivé praktiky ze strany ratingových agentur,
- institucionální nedokonalost globálních finančních trhů.

Z výše uvedeného vyplývá, že reálný základ vybraných krizí je v podstatě stejný. Avšak podmínky a příčiny vzniku obou krizí jsou rozdílné. Protože je současný svět více globalizovaný, krize se nyní šíří daleko rychleji než v minulosti.

4.2.8 Důsledky vybraných krizí

Dle výše uvedeného zkoumání je možné nalézt společné i rozdílné důsledky Grúnderské a současné krize.

Společné důsledky vybraných krizí:

- burzovní krachy,
- bankovní úpadky,
- pád cen aktiv (zejména nemovitosti),
- „credit crunch“,
- propad ekonomiky a zvláště některých odvětví,
- nezaměstnanost,
- celosvětová finanční panika.

Rozdílné důsledky:**Grúnderská krize:**

- krach 80 % bank,
- zánik velkého počtu akciových společností,
- vytváření umělých překážek mezinárodního obchodu, uplatňování celních válek a ochranářství,

- ztráta všeobecné důvěry a velký pokles zájmu o vše, co by souviselo s podnikáním,
- sebevraždy zkrachovalých burzovních makléřů a dalších investorů, kteří ztratili všechnu majetek.

Současná krize:

- krach 1/3 menších amerických bank,
- snaha vlád o boj s krizí,
- mohutná záchrana bankovního sektoru,
- rozdílný dopad na ekonomiky jednotlivých zemí,
- rostoucí zadluženost států.

Dle výše uvedených společných a rozdílných důsledků vybraných krizí, je možno učinit následující závěr. Ačkoliv příčiny obou krizí byly ve své podstatě stejné, důsledky se lišily. Hlavní rozdílný dopad krizí je v tom, že nyní žijeme v jiném světě. V současnosti roste úloha centrálních bank, vlád a jejich regulace.

4.3 Závěr kapitoly

Cílem této kapitoly bylo provést komparativní analýzu současné světové finanční krize v letech 2008 – 2009 a Gründerské krize z 19. století, která vznikla v Rakousku a Německu. Nejdříve byl popsán vývoj Rakouska před krizí a průběh Gründerské krize.

Od roku 1867 do krize roku 1873 bylo v Rakousku licencováno na 1005 nových akciových společností. Jednalo se o založení mnoha nových podniků, a to v krátkém čase. Toto je nazýváno tzv. gründerskou horečkou. V roce 1871 po vyhrané válce s Francií získalo Německo válečné reparace. Na konci roku 1872 se však na přehřátém německém trhu objevily první mraky.

Spouštěcím mechanismem Gründerské krize se stala 5. Světová výstava ve Vídni, která se konala 1. května 1873. Tato velkolepá událost, která podněcovala optimismus investorů, však skončila s obrovskou finanční ztrátou. Podniky, které byly na tuto výstavu navázány, se dostaly do problémů, když nebyly schopny splácet své závazky. Rovněž banky poskytující úvěry se dostaly do potíží. Ke krizi bankovního sektoru se přidal pokles odbytu podniků, což vedlo ke snížení investičních aktivit. Rakouská ekonomika byla tehdy značně předlužená. Toto vyvolalo tlak na Rakousko-Uherskou banku, která 8. května 1873 zastavila

eskontování směnek. Toto zapříčinilo paniku na Vídeňské burze, výprodeje CP a propad jejich cen. Pád akcií na vídeňské burze propukl v květnu roku 1873. Poté následoval bankrot na berlínské burze. Pád v Rakousku rovněž vyvolal dne 18. září 1873 pád akcií na americké burze NYSE. Americké banky začaly bankrotovat v září 1873 a takto vznikla světová finanční krize.

Další část této kapitoly se věnovala komparaci vybraných krizí, kde byl srovnán vývoj světa, úloha centrálních bank a systém měnových kurzů, a to vždy pro 19. a od 20. století. Nakonec byly objasněny společné i rozdílné příčiny a důsledky vybraných krizí.

Vybrané krize se týkaly sice každá jiného století, nicméně měly obdobný scénář. V roce 1873 se jednalo o fyzický dovoz zlata z důvodu vyhrané války, který vyvolal úvěrovou expanzi. Současná finanční krize roku 2008 byla podnícena úvěrovou expanzí, avšak v jiném měnovém režimu. Roky 1873 a 2008 si však byly principiálně značně podobné. V současné světové finanční krizi však nezkrachovalo 80 % bank, jak tomu bylo u krize Grúnderské, a to díky akcím centrálních bank.

Dnes již je zřejmé, že na Grúnderskou krizi tehdejší rakouské či německé vlády příliš nereagovaly. V 19. století se ekonomiky Spojených států amerických i německy mluvících zemí vyvíjely vcelku nezávisle na svých vládách. Naproti tomu záchranné akce při současné finanční krizi byly ohromné.

5. Závěr

Cílem diplomové práce byla komparativní analýza současné světové finanční krize v letech 2008 – 2009 a Grúnderské krize z 19. století. Práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první kapitola je úvod a pátá závěr.

Druhá kapitola nejdříve vysvětlila pojem finanční krize dle vybraných autorů a byla provedena typologie krizí. Následovaly příčiny finančních krizí, a to jak obecné, tak dle typologie. Dále se tato část zabývala důsledky krizí, které byly zaměřeny na hospodářské a sociální. Byl nastíněn společný vzorec, všeobecné řešení a modely finančních krizí, které popisovaly první až čtvrtou generaci modelů. Poslední část této kapitoly byla zaměřena na prognózy finančních trhů, především na psychologickou analýzu.

Třetí kapitola byla věnována vývoji současné světové finanční krize v letech 2008 – 2009, která vznikla v USA. Napřed byl popsán průběh krize a zadluženost Spojených států amerických. Následoval vliv krize na akciové trhy a sekuritizace. Nakonec bylo ve stručnosti provedeno srovnání současné finanční krize s krizí ze 30. let 20. století, kde lze zaznamenat mnoho společných znaků (například úvěrový boom či spekulace).

Cílem čtvrté kapitoly bylo provést komparativní analýzu současné finanční krize a Grúnderské krize z 19. století, která vznikla v Rakousku a Německu. Nejprve byl popsán vývoj Rakouska před krizí a průběh krize Grúnderské. Následovala komparace vybraných krizí, kde byl srovnán vývoj světa, úloha centrálních bank a systém měnových kurzů, a to vždy pro 19. a od 20. století. Nakonec byly objasněny společné i rozdílné příčiny a důsledky vybraných krizí.

Současná světová finanční krize v letech 2008 – 2009 vznikla ve Spojených státech amerických. Prvotní příčinou finanční krize byla především krize na hypotečním trhu. Dalším faktorem, který přispěl ke vzniku finanční krize, byla stále rostoucí zadluženost Spojených států. Díky nízkým úrokovým sazbám a bublině na realitním trhu se americké domácnosti stále více zadlužovaly s vidinou budoucího růstu hodnoty svých nemovitostí. Vysoce riskantní dluhy byly zabaleny do sekuritizované podoby a začaly se prodávat jako nové poutavé investiční nástroje. Když v srpnu roku 2007 zkrachovaly dva hedgeové fondy

investiční banky Bear Stearns v USA, které byly právě kryté hypotékami, došlo k panice. Krize pronikla na trh s cennými papíry a připravila tak hypoteční banky o hlavní zdroj finanční hotovosti. Po celém světě se začala šířit panika, protože mezinárodní investoři byli taktéž zapleteni do spekulací s americkými cennými papíry krytými hypotékami. Došlo ke splasknutí bubliny na trzích aktiv a finanční krize se změnila v krizi hospodářskou. Poklesl produkt, zvýšila se nezaměstnanost a snížil se zahraniční obchod.

Následná vládní intervence do ekonomiky v době současné finanční krize byla historicky největší. Od července 2007 Federální rezervní banka a ministerstvo financí zavalily finanční odvětví stovkami miliard dolarů. Takřka žádný ekonom krizi nepředpovídal, a jestliže ano, tak z jiných důvodů, než skutečně vznikla. Nejen, že zasáhla vskutku celý svět, ale bude mít rovněž významný dopad na ekonomickou teorii.

Gründerská krize z roku 1873 vznikla v Rakousku a Německu a byla „matkou všech krizí“, jelikož obdobné rysy je možno najít u všech následujících krizí, kdy jejich původem byla peněžní expanze. Od roku 1867 do krize roku 1873 bylo v Rakousku licencováno na 1005 nových akciových společností. Jednalo se o založení mnoha nových podniků, a to v krátkém časovém úseku. Toto je nazýváno tzv. gründerskou horečkou (německý výraz gründen znamená zakládat). Díky válečným reparacím v roce 1871 po vyhrané válce s Francií získalo Německo sumu, která odpovídala přibližně jedné třetině HDP Německa. Na konci roku 1872 se však na přehřátém německém trhu objevily první mraky.

Spouštěcím mechanismem krize se stala 5. Světová výstava ve Vídni, která se konala 1. května 1873. Tato velkolepá akce, která podněcovala optimismus investorů, skončila s obrovskou finanční ztrátou. Podniky, které byly na výstavu navázány, se dostaly do problémů, když nebyly schopny splácet své závazky. Do nesnází se dostávaly rovněž banky poskytující úvěry. Ke krizi bankovního sektoru se přidal pokles odbytu podniků, což vyvolalo snížení investičních aktivit. Rakouská ekonomika byla tehdy velmi předlužená. Tento fakt vyvolal tlak na Rakousko-Uherskou banku, která 8. května 1873 zastavila eskontování směnek. Toto způsobilo paniku na Vídeňské burze, výprodeje cenných papírů a propad jejich cen. Pád akcií na vídeňské burze vypukl v květnu roku 1873. Poté nastal bankrot na berlínské burze. Úpadek v Rakousku rovněž vyvolal dne 18. září 1873 pád na americké burze New York Stock Exchange (NYSE). Americké banky začaly krachovat v září 1873 a takto vznikla světová finanční krize.

Vybrané krize se týkaly sice každá jiného století, avšak měly podobný scénář. V roce 1873 šlo o fyzický dovoz zlata z důvodu vyhrané války, který způsobil úvěrovou expanzi. Krize roku 2008 byla vyvolána úvěrovou expanzí, ale v jiném měnovém režimu. Roky 1873 a 2008 si byly ovšem principiálně dosti podobné. V současné finanční krizi však nezkrachovalo 80 % bank, jak tomu bylo u krize Gründerské, a to díky akcím centrálních bank.

Každá finanční krize má své příčiny a následky. U vybraných krizí lze nalézt jak společné, tak rozdílné příčiny a následky. Společné příčiny vybraných krizí jsou tyto: přehřátá ekonomika, nadměrná úvěrová expanze, bubliny na akciovém a nemovitostním trhu, přílišné spekulace a naivní optimismus investorů. Vznik Gründerské krize byl dán: Gründerským (zakladatelským) boomem po vyhrané válce, otevřením 5. Světové výstavy, poklesem poptávky po rakouských exportech, agrární krizí a kapitalismem 19. století. Za současnou finanční krizi mohou následující faktory: záchranná monetární politika po krachu bankovního sektoru v reakci na pád akciových trhů na počátku roku 2000, nadměrné zadlužování amerických domácností, finanční inovace (sekuritizace), nepoctivé praktiky ze strany ratingových agentur, institucionální nedokonalost globálních finančních trhů.

Společnými následky vybraných krizí jsou: burzovní krachy, bankovní úpadky, pád cen aktiv (zejména nemovitosti), „credit crunch“, propad ekonomiky a některých odvětví, nezaměstnanost a celosvětová finanční panika. Podíváme-li se na následky Gründerské krize, lze nalézt tyto: krach 80 % bank, zánik velkého počtu akciových společností, vytváření umělých překážek mezinárodního obchodu, uplatňování celních válek a ochranářství, ztráta všeobecné důvěry a velký pokles zájmu o vše, co by souviselo s podnikáním, sebevraždy zkrachovalých burzovních makléřů a dalších investorů, kteří ztratili všechnu majetek. Současná finanční krize způsobila krach 1/3 menších amerických bank, snahu vlád o boj s krizí, mohutnou záchranu bankovního sektoru a rostoucí zadluženost.

Dle výše uvedených společných i rozdílných příčin a důsledků vybraných krizí, je možno učinit následující závěr. Ačkoliv příčiny obou krizí byly ve své podstatě stejné, důsledky se lišily. Hlavní rozdílný dopad krizí je v tom, že nyní žijeme v jiném světě. V současnosti roste úloha centrálních bank, vlád a diskutuje se o zvýšení regulace finančních trhů.

Finanční krize byly, jsou a budou. Záleží pouze na tom, jaké ponaučení si vlády, domácnosti a firmy jednotlivých států vezmou z krizí minulých. Finanční krize jsou většinou spojeny s trpkými chvílemi, ale zároveň objasňují slabá místa v ekonomice. Ponaučení z vybraných krizí zní: snížit zadluženost jednotlivých států, vyhýbat se nadměrným spekulacím, nebýt naivní, dávat si pozor na možné bubliny na různých trzích a nutnost další regulace finančního sektoru.

Seznam literatury

- [1] MISHKIN, F. S. *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, Annual World Bank Conference on Development Economics: 1996: 29-62.
- [2] BORDO, M. D. *Financial Crises: Lessons from History. The Fifth Garderen Conference on Internacional Finance*. Erasmus Universiteit, Rotterdam, April, 1987.
- [3] Finanční slovník. Nakladatelství Svoboda, Praha, 1973, s. 250.
- [4] EICHENGREEN, B. J. *Financial crises: and what to do about them*. Eichengreen, 1st ed. Oxford: Oxford University Press, 2002. 194 s. ISBN 0-19-925744-2.
- [5] DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1.
- [6] HÁLEK, V. *Krizový management, teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Donau Media, 2008. 322 s. ISBN 978-80-89364-00-8.
- [7] KINDLEBERGER, P, Charles; ALIBER, R. *Manias, Panics, and Crashes*. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons, 2005.
- [8] SEDLÁČEK, T. *Ekonomie dobra a zla*. 1. vyd. Praha: 65. pole, 2009. 270 s. ISBN 978-80-903944-3-8.
- [9] MAYER, A. *Spekulanti a finanční katastrofy*. 1.vyd. Praha: Transal Books, 1995. 184 s. ISBN 80-900954-2-0.
- [10] SHILLER, R. *Investiční horečka*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-2482-9.
- [11] KOHOUT, P. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 224 s. ISBN 978-80-247-3199-5.

- [12] FOSTER, B. J.; MAGDOFF, F. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. vyd. Praha: Grimmus, 2009. 160 s. ISBN 978-80-902831-1-4.
- [13] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 292 s. ISBN 80-247-1438-8.
- [14] JINDRA, Z. *Z dějin českého bankovníctví v 19. a 20. století*, 1. vyd. Praha: Karolinum, 2000, s. ISBN 80-246-0077-3.
- [15] CHYLÍK, J. *Vývoj zahraničního obchodu v našich zemích, Jednota k povzbuzení průmyslu v Čechách*, 1. vyd. Praha: 1947, s. 66.
- [16] VENCOVSKÝ, F.; JINDRA Z. ; NOVOTNÝ J. a kolektiv. *Dějiny bankovníctví v českých zemích*, 1. vyd. Praha: Bankovní institut 1999, 594 s. ISBN 80-7265-030-0.
- [17] *Významné finanční krize 90. let* [online]. 2007, [cit. 2010-10-04]. Dostupné z WWW: <<http://dumfinanci.cz/ekonomika/vyznamne-financni-krize-90-let-mexiko>>.
- [18] *Diskusní příspěvek výzkumného kroužku ekonomického centra* [online]. 2010, [cit. 2010-10-01]. Dostupné z WWW: <http://www.mendelu.cz/dok_server/slozka.pl?id=39500;download=40995;lang=cz>.
- [19] *Andrew Mountford, Harald Uhlig: What are the effects of fiskal policy shocks?* [online]. 2008, [cit. 2010-11-01]. Dostupné z WWW: <<http://www.nber.org/papers/w14551>>.
- [20] *Fundamentální analýza* [online]. 2006, [cit. 2010-10-20]. Dostupné z WWW: <http://www.traders.cz/fa/obecny_uvod_do_fundamentalni_analyzy.html>.
- [21] *Kdo předpovídal finanční krizi* [online]. 2010, [cit. 2010-10-21]. Dostupné z WWW: <<http://blog.aktualne.centrum.cz/blogy/pavel-kohout.php?itemid=5584>>.

- [22] *Miroslav Singer, viceguvernér České národní banky* [online]. 2010, [cit. 2010-09-16]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100715_ostrava.pdf >.
- [23] *Velká deprese* [online]. 2004, [cit. 2010-10-11]. Dostupné z WWW: <http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/sbornik35.pdf> >.
- [24] *Federal Reserve Bank of New York, „Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates“*, [online]. 2010, [cit. 2010-10-08]. Dostupné z WWW: <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>. >.
- [25] *Základní úroková sazba FEDu* [online]. 2010, [cit. 2010-11-10]. Dostupné z WWW: <http://www.euroekonom.cz/grafy-svet-data.php?type=usa-fedurok-rok> >.
- [26] *Recese v USA* [online]. 2008, [cit. 2010-11-12]. Dostupné z WWW: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/recese-v-usa-a-co-ma-byt/> >.
- [27] *Vývoj amerického federálního dluhu* [online]. 2009, [cit. 2010-11-12]. Dostupné z WWW: <http://www.investujeme.cz/clanky/zkrachuje-americka-ekonomika-cina-se-boji/> >.
- [28] *Congressional Leaders Were Stunned by Warnings, New York Times* [online]. 2008, [cit. 2010-11-15]. Dostupné z WWW: <http://www.nytimes.com/2008/09/20/washington/19cndcong.html?scp=1&sq=Congressional%20Leaders%20Were%20Stunned%20by%20Warnings&st=cse> >.
- [29] *Zadlužení amerických domácností* [online]. 2010, [cit. 2010-11-13]. Dostupné z WWW: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm> >.
- [30] *The Household Debt Bubble* [online]. 2010, [cit. 2010-11-19]. Dostupné z WWW: <http://www.monthlyreview.org/0506jbf.htm> >.

- [31] *John Maynard Keynes, výrok z roku 1936* [online]. 2009, [cit. 2010-11-20]. Dostupné z WWW: <http://www.eu-vyzkum.eu/pdf/seminar_1/Klvacova_OPVK_1.pdf>.
- [32] *Sekuritizace* [online]. 2010, [cit. 2010-11-13]. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/zpravy/finance/261776-sekuritizace-novodoby-globalnitrend-s-nasledky-krize/>>.
- [33] *Zadluženost amerických domácností* [online]. 2010, [cit. 08-08-2010]. <<http://www.klubinvestoru.com/magazin/i241-zadluzenost-americkych-domacnosti-v-lednu-rostla,-poprve-za-12-mesicu>>.
- [34] *Vývoj akciových indexů* [online]. 2010, [cit. 2010-10-17]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010/FS_2009-2010_trhy.pdf>.
- [35] *Srovnání čtyř velkých medvědíků trhů minulého a tohoto století* [online]. 2010, [cit. 2010-12-26]. Dostupné z WWW: <<http://dshort.com/charts/bear-markets.html?four-bears>>.
- [36] *Dow Jones Industrial Average* [online]. 2009, [cit. 2010-11-26]. Dostupné z WWW: <<http://www.penize.cz/investice/55219-potrhl-trh-benjamina-grahama-jak-se-mag-spalil>>.
- [37] *Celkové výnosy očištěné o inflaci* [online]. 2010, [cit. 2010-11-30]. Dostupné z WWW: <<http://dshort.com/charts/1929-2000-mega-bears.html?real-price-total-return-since-1928>>.
- [38] *Srovnání indexu Dow Jones a Nasdaq Composite* [online]. 2010, [cit. 2010-08-26]. Dostupné z WWW: <http://translate.google.cz/translate?hl=cs&sl=en&tl=cs&u=http%3A%2F%2Fwww.amateurinvestor.net%2FNasdaq_Chart_History.htm&anno=2>.

- [39] *Bankovní krize* [online]. 2004, [cit. 2010-08-26]. Dostupné z WWW: <http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10002750-15351080-900000_detail-svet-klasifikovanych-uveru-a-rizikovych-aktiv>.
- [40] *Světová finanční krize 2008* [online]. 2010, [cit. 2010-12-28]. Dostupné z WWW: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Sv%C4%9Btov%C3%A1_finan%C4%8Dn%C3%AD_krize_2008>.
- [41] *Krize z 30. let* [online]. 2009, [cit. 2010-12-29]. Dostupné z WWW: <<http://www.e15.cz/domaci/ekonomika/krize-z-30-let-se-podle-ekonomu-neda-srovnavat-s-tou-soucasnou>>.
- [42] *Máme se bát krize* [online]. 2008, [cit. 2010-12-29]. Dostupné z WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/mame-se-bat-krize/>>.
- [43] *Jak se mág spalil* [online]. 2009, [cit. 2010-09-10]. Dostupné z WWW: <<http://www.penize.cz/investice/55219-potrhy-trh-benamina-grahama-jak-se-mag-spalil>>.
- [44] *Odvrácená strana Wall Street* [online]. 2010, [cit. 2010-10-05]. Dostupné z WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/investice/odvracena-tvar-wall-street/>>.
- [45] *Lehman Brothers* [online]. 2008, [cit. 2010-10-22]. Dostupné z WWW: <<http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/lehman-brothers-a-levnejsi-chleba/>>.
- [46] *Hysterická křivka trhu akcií a nemovitostí* [online]. 2009, [cit. 2010-11-02]. Dostupné z WWW: <<http://eng.akcie.cz/odborne-clanky/57998-hystericka-krivka-trhu-akcii-a-nemovitosti?graf=23343>>.
- [47] *Systém ABS* [online]. 2008, [cit. 2010-11-04]. Dostupné z WWW: <<http://www.risk-management.cz/index.php?clanek=49&cat2=1>>.

- [48] *Gründerská krize* [online]. 2010, [cit. 2010-12-11]. Dostupné z WWW: <<http://wissen.boerse.de/boersengeschichte.php%3Fleiste%3D5%26view%3D76&ano=2>>.
- [49] *Gründerský boom* [online]. 2010, [cit. 2010-12-08]. Dostupné z WWW: <<http://www.penize.cz/15891-grundersky-boom-a-vidensky-krach-v-roce-1873>>.
- [50] *Hospodářská krize v Rakousko-Uhersku 1873 a její paralely k současné situaci* [online]. 2010, [cit. 2010-12-30]. Dostupné z WWW: <http://fek.zcu.cz/blob.php?table=internet_list&type=FileType&file=Data&name=FileName&idname=IDInternet&id=1495>.
- [51] *Financial crises* [online]. 2010, [cit. 2011-01-06]. Dostupné z WWW: <<http://www.nber.org/reporter/fall99/velasco.html>>.
- [52] *První celosvětová krize 1873: Příčina a následky* [online]. 2009, [cit. 2011-01-07]. Dostupné z WWW: <<http://www.investujeme.cz/clanky/prvni-celosvetova-krize-1873-pricina-a-nasledky/>>.
- [53] *Příčiny měnových krizí* [online]. 2004, [cit. 2011-02-21]. Dostupné z WWW: <http://is.vsfs.cz/el/6410/leto2005/NK_MFK/Met_list_2.pdf?fakulta=6410;obdobi=11;kod=NK_MFK>.
- [54] *Příčiny růstu a prasknutí cenových bublin* [online]. 2009, [cit. 2011-02-21]. Dostupné z WWW: <<http://www.investujeme.cz/clanky/priciny-rustu-a-prasknuti-cenovych-bublin/>>.
- [55] *Historie vídeňské centrální banky* [online]. 2009, [cit. 2011-02-23]. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/aktivita/obzor/6182612/7667820/04martin_cikOPRAVENO.pdf>.
- [56] *Historie americké centrální banky* [online]. 2010, [cit. 2011-02-23]. Dostupné z WWW: <<http://tn.nova.cz/magazin/historie/kalendarium/vsemocny-fed-slavi-100-let-kdo-opravdu-vladne-americe.html>>.

- [57] *Směnné kurzy* [online]. 2010, [cit. 2011-02-24]. Dostupné z WWW: <<http://www.fxstreet.cz/1cast-co-to-vlastne-forex-je-.html>>.
- [58] *Měnové kurzy* [online]. 2010, [cit. 2011-02-24]. Dostupné z WWW: <<http://www.penize.cz/15899-brettonwoodsky-menovy-system-a-jeho-pad>>.
- [59] *Průmyslová revoluce* [online]. 2007, [cit. 2011-02-28]. Dostupné z WWW: <http://cs.wikibooks.org/wiki/Sv%C4%9Btov%C3%A9_d%C4%9Bjiny/Pr%C5%AFmyslov%C3%A1_revoluce>.
- [60] *Světový vývoj* [online]. 2011, [cit. 2011-02-28]. Dostupné z WWW: <http://www.valka.cz/clanek_13938.html>.
- [61] *USA* [online]. 2011, [cit. 2011-03-01]. Dostupné z WWW: <<http://dumfinanci.cz/ekonomika/usa-supervelmoc>>.
- [62] *Sekuritizace* [online]. 2008, [cit. 2011-03-02]. Dostupné z WWW: <http://ekonomika.idnes.cz/historie-krize-levne-pujcky-drahe-nemovitosti-anenasytni-investori-128-/eko-zahranicni.aspx?c=A081008_154208_eko_zahranicni_pin>.
- [63] *Rakousko* [online]. 2011, [cit. 2011-03-02]. Dostupné z WWW: <http://www.valka.cz/clanek_13938.html#12345_6>.
- [64] *Světové grafy* [online]. 2011, [cit. 2011-03-10]. Dostupné z WWW: <<http://www.euroekonom.cz/grafy-svet.php>>.
- [65] *Krize 1873* [online]. 2004, [cit. 2011-03-24]. Dostupné z WWW: <http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>.
- [66] *Světová ekonomika* [online]. 2008, [cit. 2011-03-24]. Dostupné z WWW: <http://www.rozvojovka.cz/svetovy-obchod_226_20.htm>.
- [67] *Krize 1873* [online]. 2009, [cit. 2011-03-25]. Dostupné z WWW: <http://www.crei.cat/activities/sc_conferences/31/Benmelech_Bordo_May07.pdf>.

- [68] *Agrární krize* [online]. 2004, [cit. 2011-03-25]. Dostupné z WWW:
<<http://www.unium.cz/materialy/mu/esf/distancni-studijni-opora-m7630-p1.html>>.

Seznam zkratek a symbolů

| | |
|------|--------------------------------|
| ABS | asset backed securities |
| CDO | collateral debt obligations |
| CP | cenný papír |
| CB | centrální banka |
| ČR | Česká republika |
| DPH | daň z přidané hodnoty |
| FED | americká centrální banka |
| HDP | hrubý domácí produkt |
| NYSE | newyorská burza |
| MMF | Mezinárodní měnový fond |
| ROE | rentabilita vlastního kapitálu |
| SPV | special purpose vehicle |
| USA | Spojené státy americké |
| VH | vnitřní hodnota |

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 14.04 2011

Bc. Nikol Incédi
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:
Jungmannova 444, Frýdek-Místek

Seznam schémat, tabulek a grafů

Schéma 1: Systemická krize

Schéma 2: Historie finančních krizí

Schéma 3: Popis krizových jevů

Schéma 4: Fáze krize ve vyspělých ekonomikách

Schéma 5: Sekuritizace aktiv prostřednictvím ABS

Schéma 6: „Cesta k chudobě – Cesta k bohatství“

Tab. 1: Dluhy amerických domácností

Tab. 2: Centralizace rakouského bankovního kapitálu 1853/73 v mil. zlotých

Tab. 3: Zahraniční obchod Rakouska

Tab. 4: Délka otevřených železničních tratí v kilometrech

Tab. 5: Zhroucení vybraných akcií vídeňských bank (Viedeňská burza, 1873)

Tab. 6: Zhroucení vybraných akcií českých bank (Pražská burza, 1873)

Tab. 7: Světová produkce obilí od období 1831 - 1840 do roku 1888 (v mil. bušlů)

Graf 1: Základní úroková sazba FEDu - centrální banky USA - konec roku (%)

Graf 2: Vývoj amerického federálního dluhu

Graf 3: Meziroční růst reálného HDP (%) - USA

Graf 4: Struktura zadluženosti v USA v letech 1975 a 2005

Graf 5: Míra nezaměstnanosti USA (v %)

Graf 6: Srovnání čtyř velkých medvědíků trhů minulého a tohoto století

Graf 7: Vývoj akciových indexů (01.01.2007 = 100)

Graf 8: Srovnání indexu Dow Jones a Nasdaq Composite

Graf 9: Celkové výnosy očištěné o inflaci, srovnání krize 30. let a současné krize

Graf 10: Dow Jones Industrial Average (Vlnný pád a zoufalství, 1929 - 1935)

Graf 11: Německý akciový trh v letech 1865 – 1950

Graf 12: Indexy S&P 1865 - 1880

Graf 13: Americké úrokové sazby 1870 - 1874